全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期货发现未来

——商品交易顾问（CTA）的职业技巧

吴守祥 · 编著

FUTURES IS FUTURE



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期货发现未来

——商品交易顾问(CTA)的职业技巧

Futures is future

吴守祥 编著


中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE
北 京

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

期货发现未来——商品交易顾问（CTA）的职业技巧/吴守祥编著
北京：中国经济出版社，2011.1
ISBN 978－7－5136－0362－1
Ⅰ.①期… Ⅱ.①吴… Ⅲ.①期货交易—基本知识 Ⅳ.①F830.9
中国版本图书馆 CIP 数据核字（2010）第 221663 号

责任编辑　杨扬
责任印制　常毅
封面设计　华子图文

出版发行　中国经济出版社
印 刷 者　三河市佳星印装有限公司
经 销 者　各地新华书店
开　　本　710mm×1000mm　1/16
印　　张　23.5
字　　数　260 千字
版　　次　2011 年 1 月第 1 版
印　　次　2011 年 1 月第 1 次
书　　号　ISBN 978－7－5136－0362－1/F·8641
定　　价　40.00 元

中国经济出版社 **网址** www.economyph.com **社址** 北京市西城区百万庄北街 3 号 **邮编** 100037
本版图书如存在印装质量问题，请与本社发行中心联系调换（联系电话：010－68319116）

版权所有　盗版必究（举报电话：010－68359418　010－68319282）
国家版权局反盗版举报中心（举报电话：12390）　　服务热线：010－68344225　88386794

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作者简介

吴守祥，期货投资顾问。曾任安徽工业大学、南京航空航天大学教师，江苏百富勤投资公司资产管理部总经理，北京香塘伟业投资管理公司研发总监，中国期货基金网总编，《北京期货》编辑，宏源期货有限公司研究中心总经理等职。多次参与中国期货业协会及国内四家期货交易所的课题研究、品种推广、图书编撰等工作。设计和主持全国期货投资实盘大赛评估和访谈工作，主编《期货投资》、《期货研究》等期货类期刊多期，主笔《机构投资者与期货市场发展关系研究》课题，期货分析师教材《期货投资分析》编写组成员。现任中国金融期货交易所特聘讲师，宏源期货有限公司首席分析师。在和讯网设有商品期货和股指期货专家专栏，在中央电视台证券资讯频道、《中国证券报》、《期货日报》、《上海金融报》等媒体发表大量评论、报告。优秀论文入选《中国现代化建设研究文库》等，得到中国管理科学研究院专家和期货业界的好评、奖励和荣誉。代表作有《分析预测的哲学》、《期货投资组合的绩效评估》、《人民币升值对商品价格的影响》、《DCE 玉米与 JCSE 玉米的跨市套利》、《股指期货交易策略研究》等。近 20 年期货公司、投资公司成功的交易和研究经历，积累了丰富的实战和研究经验。擅长对宏观经济、金融大趋势的分析、投资方案的设计和跨市场投资组合的管理。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内容提要

第一章CTA运作模式，重点介绍CTA及期货投资基金在成熟市场的运作情况。分析中国管理期货市场的现状，阐述发展中国CTA及期货投资基金的必要性和现实可能性。第二章投资顾问的营销，重点讲述期货营销的理论，总结CTA开展期货营销的策略和技巧。第三章CTA的分析方法，主要有基本分析法、技术分析法、博弈论和行为金融理论等。重点阐述基本分析法和技术分析法的优缺点及应用。第四章商品投资的货币战争，讲解人民币、美元及黄金的走势如何影响大宗商品和金融产品的价格的，重点讨论美元、人民币在国际货币体系中的地位和作用。第五章CTA的大势研判，重点讲述商品投资顾问是如何运用基本分析法和技术分析法分析市场大势、提供决策依据和具体操作计划的。第六章CTA的交易策略，重点阐述套利和投机的理论、策略、经验、教训及套利方案的设计。第七章CTA的顾问服务，主要讲解套期保值的理论及争论，套期保值的策略、经验、教训和套期保值方案的设计。讲商品投资顾问为产业客户提供高质量的顾问服务的实践。第八章CTA的交易技巧，讲述CTA的交易方法、技巧、策略、理念，克服人性弱点和摆脱情绪干扰，重点是资金管理和风险控制。第九章CTA评价和挑选，重点讨论风险和收益如何权衡，如何实现投资业绩的稳定增长。帮助投资人评价和选择不同风格的CTA。第十章高手访谈录，重点记录作者与多位CTA交流、交往的故事。第十一章CTA的前程，重点论述期货应作为战略产业，管理期货应作为期货业的发展方向，并对中国未来的CTA运作模式进行探讨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前 言

许多人是听说期货可以"以小搏大",怀揣着一夜暴富的梦想接触期货的,而我是在极其偶然的情况下"误入期途"的。

1993年,在天津经济技术开发区,我作为一家相当红火的房地产公司(现在更是红得发紫)的销售经理,带着一群美女售楼。可惜好景不长,我们接下牟其中的蓝德大厦不久,国家便开始紧缩银根,一些炒楼花的企业资金链断裂,广西北海出现烂尾工程。作为刚从经济学院下海的我料定房地产行业将进入一个相当长的调整期。此时恰好集团的另一支队伍在做钢材现货,并时常谈论期货,这引起我极大的兴趣,很快我就被选派到天津北洋钢材市场做期货交易员。从此,开始了我的期货职业生涯。从交易员、交易经理到经纪人、期货分析师、投资顾问、研发经理,多少个角色转换,始终无法平静我作为一名期货交易者的激动的心。

十几年前,中国的期货市场的保证金规模才几十亿,一年的成交额才一万多亿元。那时活跃的品种基本就是铜和大豆等少数品种,最活跃的合约月份日成交不过几十万手;现在的保证金规模已过千亿,日成交额都能达到六七千亿元。股指期货上市没几天,日成交额就超过了证券市场股票交易额。

中国人均收入还不高,但是像深圳、东莞等沿海城市和北京、上海等大城市的人均收入已经接近或超过欧洲一些中等发达国家的平均水平。期货潜伏状态的需求终于被激活。

就专业性和挑战性来说,期货确实不宜作为大众化的直接投资工具,但是这并不代表期货不可以间接大众化。成熟市场的做法是发展期货投资基金,开发期权产品。中国现在还没有期货投资基金,也没有期权。期货有可能间接大众化的两大车轮被撤除。期货公司已经许多年不能代客理财,也不能自营,但是中国有居间人制度。这就出现一个奇特的现象:一些在期货市场打拼十几年的期货分析师不能代客理财,而一些仅学了一点皮毛的居间人居然可以堂而皇之地指导客户甚至代客操作。中国广大的期货投资者迫切需要真正的期货投资专家。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期货市场的产生和发展有其客观必然性，期货市场是现货市场高度发达的产物。期货市场的重要功能是规避风险。在中国，套期保值被认为是一项重要的避险手段一向被重视，国有企业和国有控股的企业参与期货仅限套期保值。客观地说，套期保值并不比投机简单，企业参与套期保值更加需要期货投资顾问提供咨询，而这一点在中国这样一个以国有经济为主导的市场显得尤为重要。

在全球经济变局中，国家利益的维护已经由军事冲突向贸易争端，再向大宗商品定价权争夺战、股指保卫战、货币战争演化，期货业客观上已成为战略产业。中国有一批中央和地方大型企业参与海外市场的风险管理，银行参与黄金期货，基金和券商等机构参与股指期货。像中投这样的主权投资公司，职责就不是追求某项投资的短期收益，而是为国民经济的平稳较快发展和国家经济安全保驾护航。为国理财，自然更需要金融投资精英。

随着期货市场的稳步快速发展，特别是钢材期货、股指期货的推出，期货人才的需求日益迫切，培训成为期货业的一种常态。一个证券人才的培养需要 2 至 3 年，一个期货交易员的培养却需要 8 年。书——再次成为我们急缺的帮手。可能是热衷于实战，高手一般不会轻易露面；而潜心做学问者，又难免纸上谈兵；找到一本兼顾理论与实践的期货投资好书很难。这，成为我自己动手编写教材的初衷。

现代金融市场已经离不开股票、期货、期权等产品，不懂得这些显然不能称为专业投资人。CTA，全称是 Commodity Trading Advisors，即商品交易顾问。其实，现在的 CTA 早已是期货、现货（股票）和期权等领域的组合和对冲投资专家。CTA 是通过给他人提供期货期权等相关产品投资方案、研究报告或是直接代理客户进行交易从而获取报酬的一种组织。CTA 并不特指机构，可以是个人。

目前，由期货公司设立或控股投资公司，由投资公司招募 CTA，或由期货公司设立相应部门探索期货公司自营、咨询和资产管理业务，相关试点工作方案已开始征求意见。看来，中国的 CTA 又要走到前台了，这极大地激发了我的创作热情。

那么国内外的 CTA 都是如何运作的？CTA 又是如何研究市场的？CTA 又是如何交易和如何进行风险控制的？你又如何来评价和选择不同风格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的 CTA?

本书正是基于运作日益稳健和规范的大型期货投资管理公司和重视研究咨询工作的期货公司的经验而作。附文中除更新了引用的数据外,分析论证和结论尽量保证原汁原味。营销者的艰辛,交易者的得意,研究者的困惑,投资顾问的经历和思考浓缩于一体。是过去工作的总结,也是学习和借鉴他人的心得。能为学习期货投资、研究、营销和挑选 CTA 的你一点帮助,将是我莫大的欣慰。

现代经济的核心是金融,期货市场是金融的制高点。但愿天下学习期货、学习投资的经济人都能以结结实实的步伐走向壮丽辉煌的未来。

作者于北京. 金融街

2010 年 8 月 1 日

作者联系方式:

电子邮箱:hobert－wu@163. com,

和讯期货专家专栏 http://futures. hexun. com/wushouxiang/

和讯股指期货专家专栏 http://qizhi. hexun. com/wsx/index. htm

新浪微博 http://t. sina. com. cn/1764651574/profile

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代序一 探索专家理财之道

常 清

我国的期货市场正在迅猛地增长，大踏步地迈向世界定价中心的宏伟目标。这是中国经济崛起的客观需要，是当代经济发展的历史潮流，任何人都无法阻挡。

从现在的发展情况看，将我国的期货市场建成世界性的定价中心还有很长的路要走，它不仅需要监管部门领导者的大智慧，还要有许许多多业内志士仁人的艰辛努力，一步一个脚印的推动中国期货市场实质性的发展，不负中华民族伟大复兴之历史使命。

纵观二十年我国期货市场发展的历史，期货公司的股东们和坚定不移的从业人员，还有广大的期民，为这个市场的产生和发展做出了历史性的贡献。迄今为止，投资者的结构仍然是以散户期民为主，这些平凡的投资者正在从事伟大的事业，他们值得我们尊重。

随着市场的发展，市场功能的充分发挥迫切需要机构投资者，迫切需要专家理财，只有机构投资者才能集中专家的智慧，进行一些周期性、战略性的投资，承担期货市场发现价格的功能。展望未来期货市场将出现各种各样的符合中国国情的机构投资者，也将出现一批投资理财专家，这是我国期货市场从量变走向质变的重要飞跃。

早期进入我国期货市场的投资者，历经风雨坎坷，一大批专家型人才脱颖而出，我相信随着机构投资者时代的到来，他们都会成为优秀的期货基金经理。中国的期货市场需要他们，中国的期货市场同时也在回馈他们。

面对期货市场发展提出的新课题，吴守祥先生进行了理论和实践的探索。

吴先生有着近20年期货公司、投资公司等成功的交易和研究经历。对于理论工作者来说，这是一本讲实战的书；对于实际投资的人来说，这又是一本条理清晰的理论指导书。

本书侧重于基本面分析法的运用，而且注重基本面和技术面的结合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是用专业的语言描写期货人的故事。个人投资者看到资金管理和风险控制的技巧和技术;而机构投资者又会看到许多成功经验的总结和失败案例的分析。本书谈期货又不局限于期货。作者将期货行业看做金融的最高端,把期货投资看做占领金融制高点的利器。

吴先生积长期的理论探索和实际工作经验于一体,视野开阔,见解独到。相信投资者能从作者及各类投资高手的言谈中得到许多有益的启示,相信研究者可以学到研究的方法、要求和技巧。

古人云:青出于蓝而胜于蓝。作为中国期货市场的创始者,吴先生非常尊重我,请我写一个序,我对于他无私地将自己的理论探索和实践总结奉献给大家,非常欣赏。在学习了这本书的内容之后,写了上面的话,以抒情怀。

这是一本开卷有益的书,推荐给有志于投资理财的朋友。

2010 年 3 月于北京

（作者系中国期货市场创始人之一、金鹏期货有限公司董事长）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代序二 中国 CTA 业务的大胆构想

罗旭峰

中国期货市场在近20年的发展历程中，遍尝酸甜苦辣。2002年在结束清理整顿后，期货市场开始尝试品种创新和制度创新，并于2004年进入了又好又快的发展轨道。2009年，中国期货市场交易额达到创纪录的130万亿元。2010年4月16日，股指期货上市，中国期货市场开始步入金融期货时代或后商品时代。未来的中国期货市场值得期待。

吴守祥先生，作为期货市场的资深人士，经过十数年的历练，在期货研究、投资等方面具备了较高的能力和水平。他执著、勤奋，仅从其发表论文的数量和质量便可管窥些许。同时，吴先生又极其关注中国期货市场业务模式的创新，尤其是CTA。

CTA(商品投资顾问)作为期货舶来品，在国际市场上已有较为成熟经验。但由于中国期货市场尚处发展初期，包括法律法规等因素在内的外部条件还不成熟，目前中国国内仍未正式开展此项业务。随着中国期货市场的繁荣发展，相信CTA业务很快会成为中国期货市场的制度创新的内容之一。作为中国期货市场CTA业务的思考者之一，吴先生对CTA有着特殊的理解，本书是从业经验的结晶，更是对中国CTA业务的大胆构想。

本书有重点地阐述了CTA的运作模式、交易策略、交易技巧以及挑选标准等，深入浅出，使得读者能对CTA有一个系统的了解；各章节后均设有附文部分，是作者十几年中发表文章的精选，有助于读者在一个轻松惬意的氛围中更好地接受CTA的背景知识；作为一个期货行业的资深人士，每一篇文章都体现了其当时对期货市场发展的思考，读者可通过本书对于中国期货市场的发展脉络有一个更为清晰的认识。

本书作为吴先生CTA业务的专著，值得各位希望了解期货市场的投资者、从业人员、CTA业者以及财经界人士一读。

2010年5月于杭州

（作者系南华期货有限公司总经理）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代序三　岁月如歌

物换星移，时光如梭，中国期货市场已经迈进弱冠之年；风风雨雨，红红火火，与吴守祥先生一同工作的日子历历在目。

期货投资者，特别是机构投资者、产业投资者、专业投资者，是期货市场稳定和发展的主要力量，一切从投资者的实际需要出发，瞄准投资咨询、投资管理的期货业发展方向，是我们一贯秉承的执业理念。

吴先生对期货交易执着追求，对期货研究严谨求实的态度令我钦佩，这是一本出自期货市场长期实践总结的书，初学者和深入者都将受益匪浅。在金融期货上市交易，商品期货蓬勃发展的今天，预祝广大读者都能发现无限美好的未来！

北京香塘伟业投资管理公司原总经理

东兴期货有限责任公司总经理　李显军

2010年10月于上海

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代序四　期货市场的守望者

期货市场摸爬滚打近20年，吴守祥，名如其人，一个市场守望者。这本书，再现金融博弈市场跌宕起伏的场景，展现期货投资和风险管理独有的魅力的同时，让人们领略一群斗智斗勇的职业交易员的人性，而更多的，人们会学到作为一名职业投资者的基本技能。这本书，是吴先生从业生涯的总结，展示一个守望者的心路历程，体现其对市场的认识、感悟和经验。作为一名期货老兵，我也是一个守望者，我的经历使我对于同行者，有着天然的亲近和认同，对那些长期不畏艰辛、勇于求索的期货人，更是充满敬意。作为同事，我和吴先生经常在一起探讨期货交易、研究和咨询等方面的问题，进行了许多合作，并取得系列成果。

当今世界正处于金融动荡的年代，金融动荡的时代尤其需要发展期货市场，中国的期货市场迎来由量变到质变的战略机遇期，战略机遇期更需要专业的人才。

当今社会也是一个容易浮躁的社会。期货投资充满荆棘和曲折，没有执着的追求和持续的坚持，不经历痛苦和磨炼，不可能取得成功。在成熟市场，期货交易主要由专业的商品交易顾问（CTA）承担；在中国，投资者普遍自行参与，因此，本书更值得希望踏入期货行业的人们一读。

北京期货商会执行会长
宏源期货有限公司总经理　王化栋
2010年12月于北京

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Futures is future

期货发现未来

商品交易顾问（CTA）的职业技巧

/目 录/

前 言

代序一 探索专家理财之道 …… 常 清 1

代序二 中国 CTA 业务的大胆构想 …… 罗旭峰 3

代序三 岁月如歌 …… 李显军 4

代序四 期货市场的守望者 …… 王化栋 5

第一章 CTA 运作模式 …… 1

第一节 管理期货概论 …… 2

第二节 国外 CTA 的运作模式 …… 5

第三节 国内外期货市场投资者结构现状对比 …… 12

第四节 中国管理期货的发展 …… 16

第二章 投资顾问的营销 …… 25

第一节 期货营销概论 …… 27

第二节 期货经营机构的内部营销 …… 33

第三节 CTA 营销的特点 …… 35

第四节 期货理财产品的设计 …… 36

第三章 CTA 的分析方法 …… 57

第一节 基本分析法要点 …… 58

第二节 技术分析法要点 …… 62

第三节 基本分析法和技术分析法比较 …… 64

第四节 期货中的博弈论 …… 64

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五节　行为金融理论与投资管理实践 …… 66

第四章　商品投资的货币战争 …… 99

第一节　人民币升值对商品价格的影响 …… 100
第二节　美元对商品的主导定价 …… 102
第三节　金光永远灿烂 …… 104

第五章　CTA 的大势研判 …… 125

第一节　周期性与季节性 …… 126
第二节　商品牛市的根基 …… 130

第六章　CTA 的交易策略 …… 157

第一节　套利概论 …… 158
第二节　套利分析方法 …… 162
第三节　套利实战案例精选 …… 162
第四节　套利方案设计 …… 168

第七章　CTA 的顾问服务 …… 189

第一节　套期保值的理论 …… 190
第二节　企业套期保值的经验论述 …… 193
第三节　重大风险管理事件剖析 …… 210
第四节　套期保值经典案例选编 …… 218
第五节　套期保值方案设计要点 …… 222

第八章　CTA 的交易技巧 …… 223

第一节　资金管理 …… 224
第二节　摆设止损盘的技巧 …… 225
第三节　交易纪律 …… 226
第四节　自动化交易 …… 229

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章 CTA 的评价和挑选 …… 251

第一节 风险的概念、测度、分散与收益 …… 252
第二节 两种收益率的衡量 …… 255
第三节 投资组合的风险测度及缺陷 …… 258
第四节 期货投资组合的绩效评估 …… 260
第五节 实战业绩评估的补充说明 …… 264

第十章 高手访谈录 …… 277

第十一章 CTA 的前程 …… 321

第一节 期货市场需要机构投资者 …… 322
第二节 投资者需要管理期货 …… 329
第三节 管理期货——期货业发展的方向 …… 332
第四节 中国 CTA 发展模式初探 …… 336

参考文献 …… 354

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章 CTA运作模式

本章重点讲述CTA及期货投资基金在成熟市场的运作情况。分析中国管理期货市场的现状，阐述发展中国CTA及期货投资基金的必要性和现实可能性。

不管你知道不知道，不管你承认不承认，从中国期货市场诞生的那天起，有一群人始终真诚地、努力地为投资者服务着……

多少年来，无数天下期货英雄的梦想：不做徒有虚名的交易量，给投资者实实在在的盈利回报！像巴菲特那样管理自己的基金，像索罗斯那样战斗，以自己真实骄人的业绩傲视天下……

——摘自《精彩香塘》卷首语

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融类投资基金，创始于19世纪60年代的英国，繁荣于第一次世界大战后的美国，盛行于世界金融市场发达的国家，距今已有一百多年的历史。目前正以不可估量的速度向世界各地扩张，成为世界金融市场上流行的一种国际化金融工具和大众化的投资手段。基金也已经成长为与银行业、证券业、保险业并驾齐驱的金融体系的四大支柱之一。

第一节　管理期货概论

一、管理期货的概念及发展状况

管理期货（Managed Futures）是指由专业的基金经理所组成的一个行业，其使用全球期货和期权市场作为投资媒介，向那些想要参与期货市场的投资者提供专业的资金管理，交易对象包括实物商品和金融产品的期货、远期、期权合约等。主要的类型有以下三种：公募的期货投资基金（Public Funds）、私募的期货投资基金（Private Pools）和个人管理期货账户（Individual Accounts）。

公募的期货投资基金：从组织和形式上看它和投资于股票债券的共同基金类似，往往采用公司型基金的组织形式。投资者可以购买基金公司的股份，类似于我国现在的股票投资基金。由于参与者众多，监管严密，运作规范，成本较高，操作上也没有私募基金和个人管理账户灵活。从美国实际情况来看，其投资回报率在三者中最低。

私募的期货投资基金它往往采用有限合伙的形式，分一般合伙人（General Partner）和有限合伙人（Limited Partner）。私募基金适合于高收入的个人或机构投资者。投资者人数和最低出资额受到严格的限制。例如，美国规定每个私募基金的投资者总人数不超过499个，每个投资者至少100万美元的净资产，或至少连续两年不低于20万美元的年收入。私募基金操作灵活，费用低，其市场表现优于公募基金，但其运作透明度低，风险略大于公募基金。

美国私募基金的类型除了我们常见的对冲型、商品指数型、积极投资型

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以外，根据投资策略的不同，一般认为还有两大类：宏观基金和相对价值基金。前者主要利用世界各国宏观经济的不稳定性，对宏观经济作不均衡套利活动。此类基金的著名代表是索罗斯的量子基金。相对价值基金一般投资于密切相关的证券的相对价格，并且倾向于使用高杠杆操作。著名的此类基金的代表有长期资本管理公司（LTCM）。由于此类基金公开的交易数据较少，往往我们很难及时跟踪其交易状况，只能根据其事后的一些公开报道来推测其交易的结果。

现在，私募的期货投资基金占到管理期货中数量的 98%，而公募的期货投资基金在美国 SEC 登记的只有 57 个。

个人管理期货账户。投资者还可以选择一个商品交易顾问（CTA）来管理他们的资金，开立个人管理期货账户，这种方法只能被较高收入的投资人所使用，一些大型机构投资者，诸如养老基金、公益基金、投资银行、信托基金、保险基金往往也采用这种形式，而非购买公募或私募基金份额的形式来参与期货，以优化他们的投资组合。最近的情况表明，越来越多的对冲基金也在把他们手中的资金投向 CTA。据美国的一家研究机构的调查，CTA 资金的 75% 投向了金融期货或货币市场，这样能尽可能减少对市场和自身的冲击。

1. 期货投资基金的发展

1949 年，美国人理查德·道前（Richad Donchian）建立了第一个公开发售的期货基金。1965 年唐（Dunn）和哈哥特（（Hargitt）作为商品交易顾问建立了第一个著名的管理期货账户，1967 年两人第一次把计算机交易系统应用于期货交易，并创建了第一个期货商品价格数据库；坎贝尔公司首次在同一个管理期货账户中同时使用多个交易系统；汤普森·迈金诺期货基金，首次在同一个基金中同时使用多个基金经理。现在期货投资基金已经成为全球发展最快的投资领域之一。人们普遍相信，未来几年，管理期货将在太平洋边缘亚洲国家得到蓬勃发展。

2. 对冲基金（Hedge Fund）的发展

另一类涉及期货的基金为对冲基金。前美联储主席格林斯潘对对冲基金的定义为，将客户限定于少数十分老练而富于个体的组织安排以避开管制，并追求大量金融工具投资和交易运用下的高回报率的共同基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在对冲基金已失去其初始的风险对冲的内涵，对冲基金已成为一种新的投资模式的代名词，即基于最新的投资理论和极其复杂的金融市场操作技巧，充分利用各种金融衍生产品的杠杆效用，承担高风险，追求高收益的投资模式。

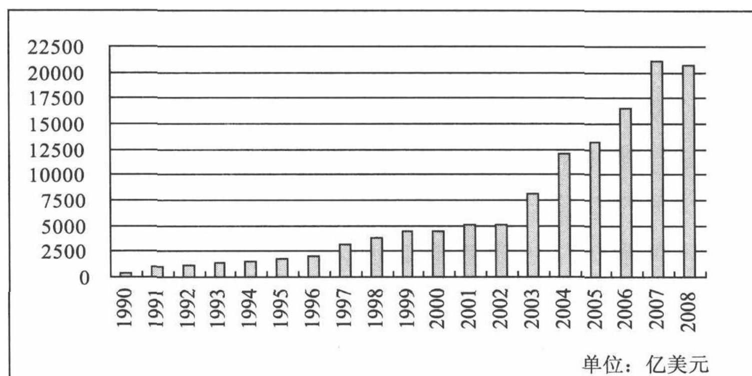


图 1　对冲基金规模

数据来源：CISDM 宏源期货研究中心

由于传统投资工具在某些方面的局限和收益率的日益下降，对冲基金逐渐将操作对象转向了期货市场。如图 1 所示，对冲基金管理的资产规模在 1990 年时还不足 300 亿美元，但随后每年呈稳定的上升态势，特别是进入 21 世纪后，对冲基金旗下资产量增长更为迅速。2005 年，这一数字已达 1.2 万亿美元，2006 年为 16 572 亿美元，2007 年达到了 21 078 亿美元之多，2008 年第一季度这一数据为 20 740 亿美元。

二、管理期货的行业参与者

按照功能来划分，管理期货行业的参与者包括：商品基金经理、交易经理、商品交易顾问、期货佣金商、托管者和基金投资者。

1. 商品基金经理（CPO，Commodity Pool Operator），是基金的主要管理人，是基金的设计者和运作的决策者，负责选择基金的发行方式、选择基金主要成员、决定基金投资方向等。CPO 既可以是个人，也可以是组织，通常为有限合伙公司。

2. 交易经理（TM，Trading Manager），交易经理受聘于 CPO，主要有三项职责，一是帮助 CPO 挑选 CTA；二是监控 CTA 的交易活动，控制风险；三是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在 CTA 之间分配资金。

3. 商品交易顾问(CTA,Commodity Trading Advisor),CTA 受聘于 CPO,对基金进行具体的交易操作,决定投资期货的策略。CTA 是期货投资方面的专家,不同的 CTA 有不同的风险偏好和工作方式。CTA 的交易指令通过 FCM 执行。

4. 期货佣金商(FCM,Futures Commission Merchant),FCM 是指接受客户交易指令及资产,以代表其买卖期货合约和商品期权的组织或个人。许多 FCM 是附属于商品基金经理,并为 CTA 提供进入各交易所进行期货交易途径的期货经纪公司。FCM 负责执行 CTA 发出的交易指令,管理期货头寸的保证金。实际上,许多 FCM 同时也是 CPO 或 TM,向客户提供投资项目的业绩报告,同时也为客户提供投资于期货基金的机会。

5. 托管者(Custodian),托管人一般是商业银行、储蓄银行、大型投资公司等独立的金融机构,负责保管基金资产和监督基金运作。职能与我国现在股票投资基金的托管银行的功能类似。

第二节 国外 CTA 的运作模式

一、美国管理期货的运作流程

(一)制定交易策略和目标

交易过程的第一阶段是制定一个与交易目标、程序和委托人(机构投资者)的指令相一致的交易策略。CPO 和机构投资者必须确定如下因素:

1. 某一特定资产或整个投资组合的目标收益率;
2. 投资者风险厌恶程度和市场波动性;
3. 交易策略的风险度。

(二)鉴定和挑选商品交易顾问

制定好投资目标以后,CPO 根据机构投资者的要求设计一个由多个 CTA 构成的交易组合。大部分的 CPO 都建立一套独有的分析研究工具来鉴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定和筛选 CTA，运用非常严密的定量和定性分析程序。

（三）设计和构造投资组合

CPO 挑选几个 CTA 构成一个组合，不同的 CTA 有不同的交易策略，这样就形成了一个多交易策略的组合。在设计投资组合时，研究的重点应该是各个 CTA 交易策略之间的内在联系，各个 CTA 在整个组合中的业绩表现应该分别评估。

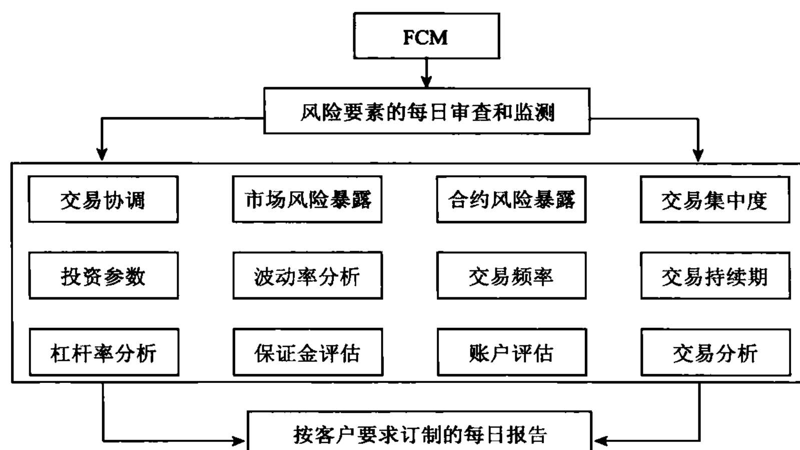
（四）具体实施投资组合

该阶段包括几个重要的步骤：

1. 完成所有当事人的法律协议；
2. 调查并确定经纪公司等交易代理；
3. 开立交易账户，完成现金管理安排；
4. 商议管理费率。

（五）风险管理、监测和审查

FCM（期货佣金商，相当于国内的期货公司）每日提供如下风险监控服务：



（六）现金管理

期货交易实行保证金制度，这要求机构投资者必须持有一个最低数量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的担保,形式可以是该投资者持有的现金或有价证券(美国大多数经纪公司都接受美国国库券、国债等作为抵押担保品)。

(七)报告

管理期货投资策略实施以后,FCM 就向机构投资者提供量身定做的报告,包括日报、月报、季报和年报,报告的内容主要包括:

1. 市场行情回顾;
2. 每日交易行为总览;
3. 对风险要素(波动率、杠杆率、收益/损失等)的审查;
4. 已交割和未交割的头寸;
5. 交易集中度;
6. 对 CTA 的评估;
7. 对组合的评估。

从以上 CTA 的运作模式的分析可以看出,CTA 实际上是作为管理期货中的重要角色加以安排的。一个 CTA 可以管理一个单独的账户(专户理财),也可以将许多单个客户账户里的资金汇集起来,作为一个 CTA 基金来整体运营。CTA 不需要直接与客户进行接触,而是通过一个期货中介(IB 或 FCM)与客户对接。

二、美国管理期货行业监管及民间机构简介

与期货投资基金相关的监管机构为 1975 年成立的商品期货交易委员会(CFTC),证券交易委员会(SEC)和全国期货业协会(NFA)。比较著名的行业协会是管理期货协会和期货行业协会。1971 年,管理期货行业协会(Managed Futures Association)建立,标志着管理期货行业的形成,总部在美国华盛顿,是全球期货投资基金业最大、最权威的行业组织,它有超过 900 个会员。会员大多是业内最知名实力最雄厚的企业,基本代表美国甚至全球的管理期货和对冲基金行业(Alternative Investment Industry)。会员管理的纯期货投资基金资产目前超过 1.5 万亿美元。管理账户报告组织 MAR(Managed Account Reports)从 1979 年对期货投资基金行业进行跟踪研究,在进行数据收集和分析后,编制了一些反映期货投资基金行业的综合指数。巴克莱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

集团(Barclay Trading Group)建立于1985年,是一家主要以期货投资基金为研究和咨询对象的公司。它拥有和创建了巴克莱另类投资数据库。Barclay CTA 指数是反映期货基金业的著名指数。此外还有农产品指数、金融和金属指数、货币指数、任意投资指数等。因为 MAR 和 Barclay Trading Group 的高权威性和高知名度,基金经理有动力向他们报告数据。向他们提供业绩表现意味着能获得大量的公众注意力,从而带来基金营销上的利益。

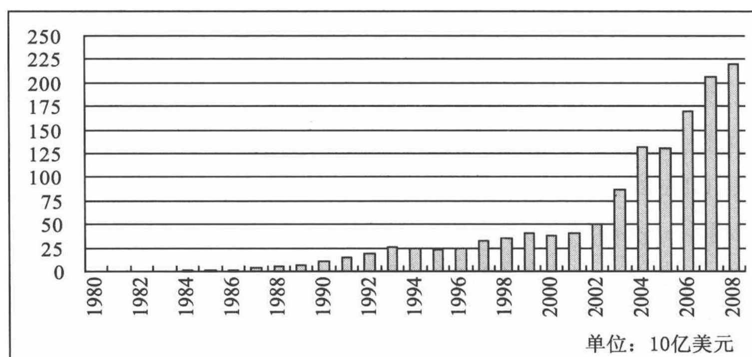


图2　美国管理期货规模

数据来源:Barcly hedge 宏源期货研究中心

三、国外管理期货的规模

如图2所示,美国管理期货行业管理的资金在上世纪80年代初的时候资金量还比较小,但至2000年时这一数字已增长至400亿美元左右;进入21世纪后,管理期货行业管理的资金数额增长更为迅猛,据 Barcly hedge 统计,至2008年1季度,这一数字已达2197亿美元之多。虽然管理期货目前主要集中在美国市场,美国的 Bridgewater Associates 管理的期货基金规模达到400亿美元,但欧洲、日本和澳大利亚等国家和地区的期货投资基金也在快速发展之中,英国曼氏集团旗下的 Man AHL 规模也达到200亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四、国外管理期货的表现

巴克莱 CTA 指数是巴克莱集团编制的一种表现 CTA 交易能力的指数，在每年的年初计算一次。要成为此指数的选本，CTA 至少必须以下几个条件：(1) 目前管理着一定数量的资产，必须有连续四年以上良好的交易记录；(2) 必须由若干名已入选的 CTA 的推荐；(3) 必须在 NFA 和 CFTC 或其他相关团体登记注册，并有良好的声誉等等。而且入选第一年的 CTA 的表现不编入指数的计算，只做观察。这样做的目的是防止刚入选的 CTA 短期内业绩大幅震荡。

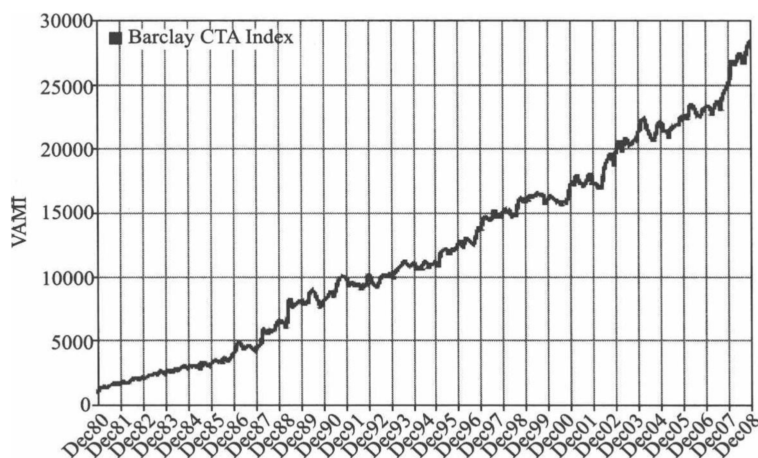


图 3 巴克莱 CTA 指数

数据来源：Barcly hedge 宏源期货研究中心

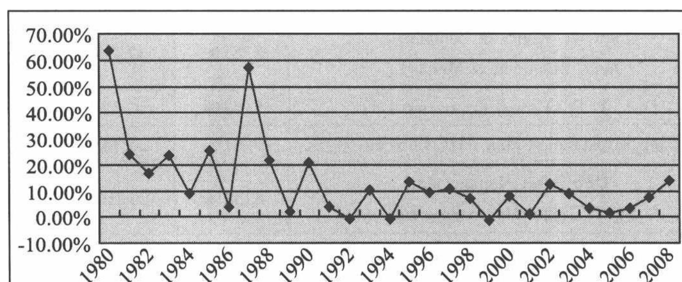


图 4 巴克莱所监管的 CTA 年收益率

数据来源：Barcly hedge 宏源期货研究中心

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 1　　历史上 S&P500 表现不佳时期的 Barclay BTOP50 的业绩

（BTOP50 为衡量大型期货投资基金业绩表现的指标）

时期	事件	S&P500 指数	BOTP50 指数	相差
1987 年四季度	黑色星期一——全球股市崩盘	-23.23%	16.88%	40.11%
2002 年三季度	窗体顶端世界通信（world com）丑闻事件 窗体底端	-17.63%	9.41%	27.05
2001 年三季度	911 事件	-14.99%	4.12%	19.10%
1990 年三季度	海湾战争	-14.52%	11.22%	25.74%
1998 年三季度	长期资本管理公司危机	-10.30%	10.54	20.84%
2008 年四季度	金融危机，商品价格反弹	-9.92%	5.92%	5.92%
2008 年三季度	金融危机，政府对银行进行金融救助	-8.88%	-3.40%	5.48%
2000 年四季度	互联网危机爆发	-8.09%	19.78	27.87%
1994 年三季度	联邦政府加息	-4.43%	-2.10%	2.33%
2007 年四季度	次级贷危机	-3.82%	3.02%	6.84%
1990 年四季度	美国衰退，油价飞涨	-3.81%	1.76%	5.57%
2003 年一季度	第二次海湾战争	-3.60%	4.68%	8.28%

数据来源：Bloomberg 宏源期货研究中心

表 2　美国管理资金规模超过 1000 万美元的金融及金属指数 CTA2008 年的收益率情况

管理资金规模超过 1000 万以上的 CTA2008 年 12 月收益率及全年累计收益率				
排名	CTA	12 月收益率	08 年累计收益率	管理资金规模
1	Clarke Capital Management, Inc.（FX - Plus）	13.34%	59.95%	MYM1300 万
2	Edge Investment Management Ltd.（Global Diversified）	8.74%	132.18%	MYM2330 万
3	FX Concepts, Inc.（Global Financial Markets）	6.88%	41.87%	MYM1.8 亿
4	John W. Henry & Company, Inc.（Financial & Metals）	5.52%	47.16%	MYM2500 万
5	Fort, L. P.（Global Contrarian LP）	5.42%	1.35%	MYM1.045 亿
6	Man Investments（Man AHL Currency）	5.41%	35.90%	MYM3940 万
7	QFS Asset Management（QFS Global Macro Program）	4.32%	21.16%	MYM4.19 亿
8	Capital Alternative Investment Management GmbH	3.87%	140.22%	MYM1300 万
9	IKOS CIF（Financial（USD））	3.69%	1.70%	MYM12.213 亿
10	Thayer Brook Partners LLP（Thayer Brook Fund）	3.30%	10.48%	MYM1.2 亿

数据来源：Barcly hedge 宏源期货研究中心

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

五、国外管理期货的交易策略

理论上按照不同的交易特点，管理期货的交易策略划分为以下几种：

1. 系统性交易策略和自由式交易策略

系统化交易策略：CTA 一般按照一个由计算机交易系统产生的买卖方向来交易。

自由式交易策略：通常是依据个人的经验来作出和执行交易，有时也使用某种形式的投资决策系统作为辅助工具，但对系统产生的交易信号可以不采用。从长期看，自由式交易产生的风险收益比是不持续的。

系统/自由式：一些 CTA 主要依赖于某种计算机系统，但也周期性的不执行系统信号。由于市场预测越来越困难，两种交易策略复合使用的现象越来越多。

2. 技术分析交易策略和基本分析交易策略

大多数 CTA 应用的交易系统分为趋势型交易和非趋势型交易。趋势型交易就是发现趋势并跟随它。用得较多的是移动平均线（MA）和指数平滑（Exponential smoothing）法等类似的指标；而非趋势型交易则是利用趋势反转来获利，用得较多的为"头肩顶（底）"等类似的形态。

这两种交易策略在我国期货市场上已被广泛应用，这里不再赘述。

3. 分散型交易策略和专业型交易策略

分散型交易：指交易品种广泛的期货合约。分散型交易的 CTA 有时交易的品种多达 300 个，但作为基础的持仓一般为 50 ~ 100 个合约。多数情况下，一个分散型 CTA 主要依靠技术分析，而完全分散化投资的风险收益比属中等水平。

专业型交易：这类 CTA 通常只交易某一类期货合约和与之相关的品种，主要是利用套利技巧。

4. 短期、中期策略和长期交易策略

5. 单 CTA 交易策略和多 CTA 交易策略

现在，投资决策模型和计算机交易系统已经成为管理期货的主要工具。通过投资决策模型，基金可以尽可能地避免由于管理者主观偏见所造成的决策失误；而复杂的计算机交易系统则能有效地规避交易风险。因此，拥有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

先进的投资决策模型和计算机交易系统已经成为管理期货行业的核心竞争力。大的基金一般都拥有自己开发设计的投资决策模型和计算机交易系统，小的CTA一般会购买或租用一些计算机交易系统。

六、国外管理期货的费用

国外管理期货的费用主要包括：管理费、CTA费用(CTA Fees)、经纪佣金(Brokerage Commissions)、基金的日常运作费用(Operating Expenses)、基金的承销费用和营销费用。这些支出总额通常占到基金净值的10%～20%，其中管理费年费率一般为1%～3%，并且不论基金盈利与否，每月支付。有时有些CPO也会不收取管理费，但却制定较高的CTA顾问费和激励费。而一般的CTA顾问费年费率为0～3%，激励费一般为盈利的10%～30%，通常为20%。

第三节　国内外期货市场投资者结构现状对比

从实际发展的情况来看，在70年代中期以前，机构投资者很少投资期货市场，包括美国的机构投资者。主要是因为政府的管制限制了投资者参与期货的愿望。但是随着金融市场的不断创新，以及机构投资者面临逐步加大的风险，机构投资者开始大量投资金融期货，如利率期货、国债期货、股指期货等，从而在降低投资风险、增加投资收益、提高市场及资金的流动性、降低交易成本等方面取得较好效果。随着国际金融市场的不断发展，个人投资者直接投资期货市场的方式逐步减少，更多的是将资金委托给专业投资基金进行运作，这在国际期货市场上表现得相当突出。

我们看到国外商品期货市场中，机构投资者持仓占比一般在90%左右。这里我们所指的机构投资者为包括商业交易者和非商业交易者的报告交易者。有观点认为，机构投资者占比大小，可能与美国市场采用公开喊价的方式，而中国为首的新兴市场国家广泛采用电子化交易方式有关。为了探讨上述问题，这里再看两个例子：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

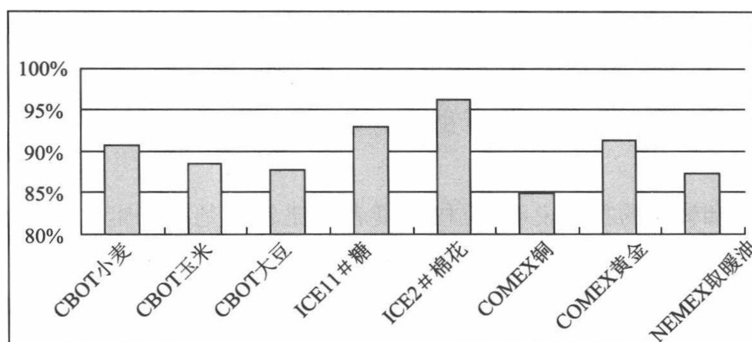


图 5 国外商品期货机构投资者持仓占比(截止 2008 年 10 月 7 日)

数据来源:CFTC,宏源期货研究中心

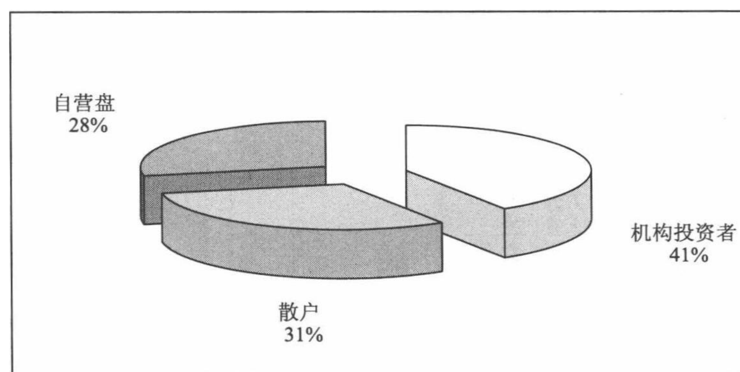


图 6 2006/07 年度香港期货期权市场的成交比重

数据来源:香港交易所

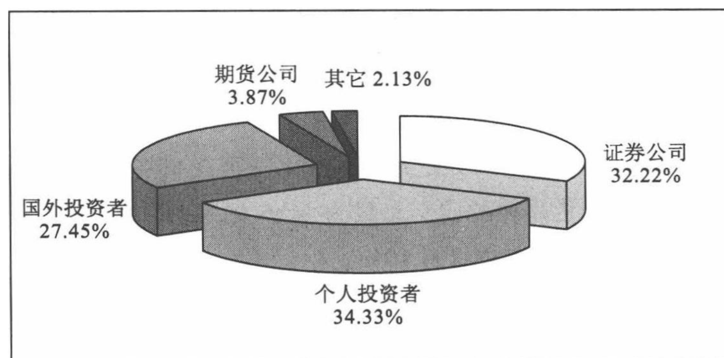


图 7 韩国期货期权市场成交量比例分布

数据来源:www. krx. co. kr

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以2006年7月~2007年6月,香港交易所期货期权市场(不包括股票期权)的市场调查为例,机构投资者占比实际相当于69%。

根据韩国证券期货交易所提供的数据,这样的机构投资者实际占比为65.67%。

香港和韩国的实例说明,机构投资者占比较大是市场走向发展和成熟的普遍特征,与市场采用的交易方式没有太多的关系。

相对于国外期货市场而言,我国期货市场的发展历史十分短暂,中小投机散户所占比例过大,缺乏稳定机构投资者,市场主流资金受大户控制程度比较高,而作为重要市场制衡力量的套期保值和套利资金发展相对不足,导致部分合约的价格往往巨幅波动,价格失真现象时常出现。

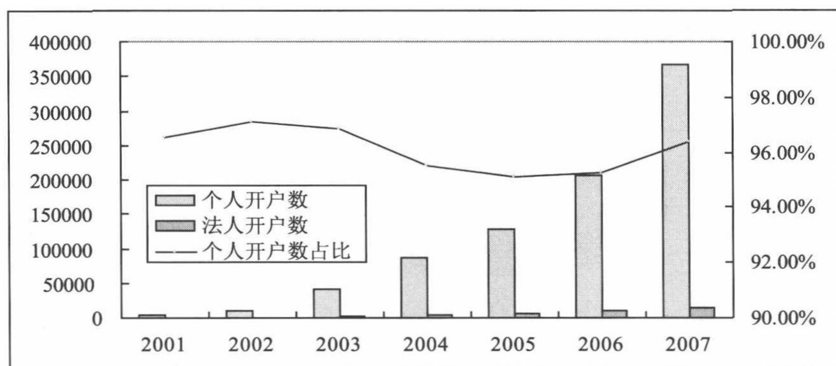


图8 郑州期货市场投资者结构

数据来源:郑州商品交易所 宏源期货研究中心

按照开户主体的不同,我们将期货市场的参与者分为法人户和个人户两种。近十年来,个人开户数与法人开户数均有不同程度的增长,但个人开户数增加得更快,且个人开户数占比一直稳定在94%之上。

从成交量角度看,个人户成交量月度占比一直在80%以上。2007年郑州商品交易所所有期货品种的成交总量为1.86亿手,其中个人投资者的成交量占到了90%,而法人客户只有10%。

从持仓量角度看,法人户持仓量与个人户基本持平,户均持仓量是个人户的24倍。

2007年末郑商所交易品种的持仓分布结构中,个人户持有57.9万手,法人户持有52万手,两者持仓量比较均衡。但由于个人账户数量较多,达到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

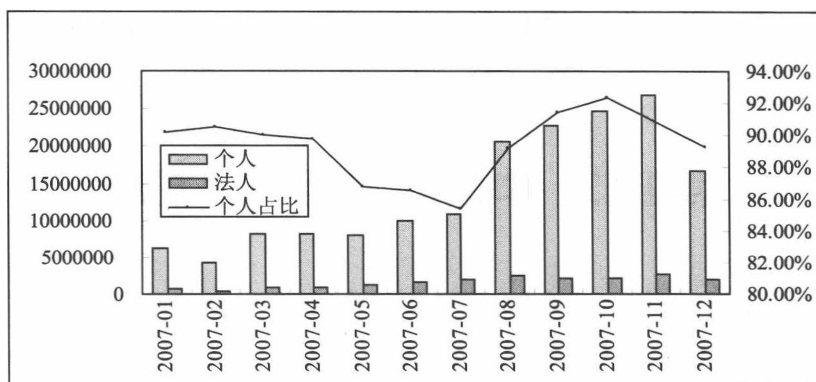


图 9　郑州商品交易所成交量统计

数据来源：郑州商品交易所

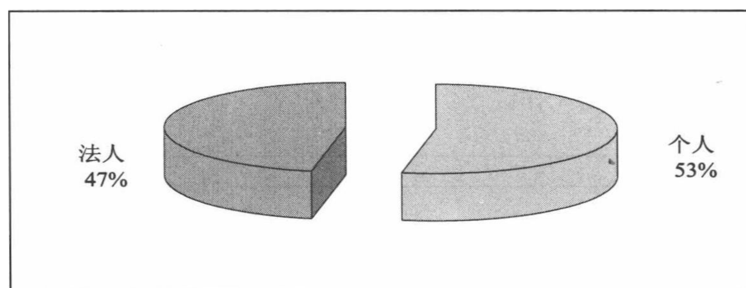


图 10　2007 年末郑商所持仓量分布结构

数据来源：郑州商品交易所

36.8 万手，导致个人户均持仓量只有 1.57 手；而法人账户的平均持仓量有 37.68 手，是个人户均持仓量的 24 倍。

根据大连商品交易所的统计，近 5 年，在开户的投资者中，自然人客户数量占了 95% 以上，法人客户数量不到 5%。在交易量方面，法人客户成交量（额）占总成交量（额）比例维持在 20% 左右，其余 80% 左右成交量（额）由自然人客户完成。而这 20% 左右的法人客户交易量中现货企业占绝大部分，而非现货企业的专业机构投资者交易量极小。

据中国证监会统计，目前中国期货市场上法人投资者的交易量和持仓量分别占至 12% 和 45%。因此郑商所的投资者结构带有普遍性，它反映了中国期货市场投资者结构的不合理现实，就是机构投资者严重缺失。而在目前中国期货市场上主要的机构投资者是以套期保值为主的生产商、贸易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商、加工商、消费商等。而以投机、套利为主的机构投资者严重不足，只有少数投资公司。

第四节　中国管理期货的发展

台湾根据“期货交易法”中定义的相关《期货服务事业》法令条款，于2002年颁布期货经理事业相关法规，正式开放期货全权委托交易的CTAs业务。台湾的CTAs业务与美日的CTAs还是有区别，台湾将纯粹的期货顾问服务事业与纯粹交易的CTAs事业分开。

台湾CTAs特殊的三方关系，即委任人、CTAs及保管机构。保管机构多由法定银行信托部担任，负责委托人开户、资金收付、账务管理、到期交割、CTAs是否逾越权限等工作。

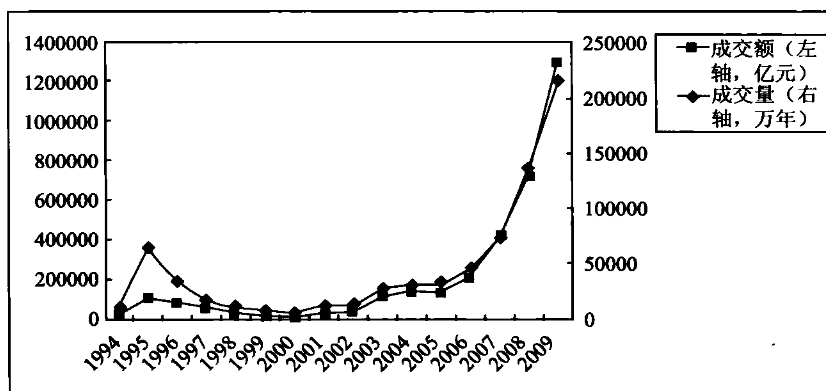


图11　中国期货市场年成交额成交量

资料来源：中国期货业协会

经过20年的风雨历程，中国内地的期货市场已经进入一个稳步发展的新阶段，从图11我们可以清晰地看到，2003年以来，市场开始稳步增长，特别是2007年以后，成交额与成交量以几何级的速度在增长。随着中国期货市场的发展，管理期货这一新型的投资方式也有快速发展的需求。

在国内，CTA制度的推行走过了异常曲折的路。早先，中国的商品投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

顾问被称为经纪人，期货公司被称作经纪公司。经纪人拥有期货营销、研究、交易、服务等职责，客户大多通过全委托或半委托经纪人参与期货投资。后来逐渐过渡到客户留下签字的空白交易单，交易时，业务人员（规范的称谓应该叫从业人员）根据客户的（通常是电话）指令填写具体内容。再后来，由于网上交易的普及，加上管理上的日益规范，分析师（期货从业人员）逐渐脱离了客户的具体交易，改为纯粹的咨询服务。与此同时，一个新的概念产生——居间人——从事期货中间介绍业务。早期的经纪人逐渐分化，一部分人改做研究、咨询或管理工作；一部分人去创办投资公司（类似于私募），除了自营也代客理财；还有少数人当起了居间人，为期货公司介绍客户，通过给客户交易指导来实现代客理财。现阶段由于相关法规及市场成熟程度的影响，我国还没有公募的期货投资基金，但大量存在与美国私募期货基金和个人管理期货账户类似的操作方式。其中的参与者有投资公司的基金经理、操盘手、居间人等。

纵观美国及欧洲的管理期货的发展历史，管理期货是人们参与期货的主要形式。随着钢材等大宗商品的陆续上市交易，中国商品期货品种逐步健全，风险控制体系日臻完善，因此成立商品期货投资基金条件逐步成熟。公募证券基金随着股指期货的推出也会陆续参与期货交易。而对于私募基金和个人管理期货账户，随着 CTA 制度的建立，将有望在法律层面上予以确认并规范，使之更健康地良性发展。

附文 1　什么是私募基金？

私募基金由于投资灵活、决策果断、管理相对宽松已活跃于中国的期货、证券及外汇市场，甚至中国香港及其他海外金融市场也不乏国内私募基金的身影，但迄今为止国家尚未对其加以规范和引导。私募基金得以在国外长盛不衰，信用程度高是其中不可忽视的一个重要因素。基金管理人凭着多年经过验证的投资经验，建立其在业内的品牌和信誉，以其理念和战绩吸引到一批有雄厚资金的投资者，所以双方的合作基于一种信任和契约。这种信用制度建立在健全的信用体系和托管人制度基础上，故而很少

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出现道德风险。私募基金的操作是市场化的，管理人以其实力招徕客户，有一定的风险承受能力的投资人有实现资产增值的迫切需求，并能自负盈亏。著名的大基金管理人是经过多轮的优胜劣汰后见"真金"的。国外对私募基金的监管主要靠一些较为细致的、操作性强的规定，保护投资者的权益。

究竟什么是私募基金？私募基金又有哪些特点？

私募基金是指以非公开方式向特定投资者募集基金资金并以证券（包括期货、外汇等一切金融工具）为投资对象的投资基金（目前国内公开发行的基金只能投资于股票、债券等）。基金发起人通常通过电话、信函、面谈等方式，直接向一些机构投资者或富裕个人推销基金单位并募集资金。

由于私募基金对投资人的风险承受能力要求较高，其监管又相对宽松，所以各国法律法规明确规定了私募基金持有人的最高人数（如最高 100 人或 200 人）和投资人的资格要求，否则私募基金不得设立。在金融投资领域中，典型的私募基金是对冲基金。著名的对冲基金有量子基金、老虎基金等。总是躲在幕后的私募基金经理无疑是投资理财市场最耀眼的明星，其投资业绩普遍高于普通基金。私募游资作为市场上嗅觉最灵敏的资金集团之一，在市场中拥有巨大的号召力。精准、暴利、神秘是私募的代名词。概括地讲，私募基金有如下特点：

1. 非公开性。不是通过公开方式（如通过媒体披露信息）寻求投资者购买的，而是通过私下方式征询特定投资者并向其中有投资意向的投资者发售的，因此一旦采用任何公开方式进行发售就属违法违规。

2. 募集性。私募基金虽私下发售，但发售过程是一个向特定投资者募集基金资金的过程，由此有 3 个重要规定：其一，特定投资者的数量不能是 3 个、5 个等少数，而应是有限的多数（人数几十个到一、二百个）；其二，基金单位应是同时并同价向这些特定投资者发售，在同次发售中，不得发生不同价的现象；其三，基金单位发售的过程同时是一个基金资金募集的过程，因此存在一个"募集"行为。受这些规定制约，私下"一对一谈判"所形成的资金委托投资关系，不属于私募基金范畴（少数几个合伙人形成的集合投资也不在此列）。大型的私募往往通过信托公司募集，一般投资者很难加入其中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 大额投资性。私募基金受基金运作所需资金数量和投资者人数有限的制约，通常对每一个投资者的最低投资数额有较高的限制，如美国的对冲基金要求最低投资数额限定为 300 万美元。

4. 封闭性。一般有明确的封闭期。封闭期内不得抽回投资本金，除非基金持有人大会决定解散基金。但基金持有人可以通过私下转让基金单位来收回本金。

5. 非上市性。私募基金一般是非上市的，投资者可以通过对基金投资收益的分配来获得回报，但不可能获得上市价差收益。

6. 私募基金一般都是暗箱操作，投资策略高度保密。私募基金无须像公募基金一样在监管机构登记、报告、披露信息，私募基金的经理人在与投资者签订的协议中一般要求有极大的操作自由度，对投资组合和操作方式也不透露，外界很难获得私募基金的系统性信息。

7. 私募基金一般都运用财务杠杆操作。一般情况下，基金运作的财务杠杆倍数为 2－5 倍，最高可达 20 倍以上（如期货），一旦出现紧急情况，杠杆倍数会更高。私募基金大规模运用财务杠杆的目的是扩大资金规模，突破基金自有资金不足的限制，以获得高额利润。

8. 私募基金的组织结构一般比较简单。私募基金属于合伙制企业，不设董事会，由一般合伙人负责基金的日常管理和投资决策。私募基金一般采取与业绩挂钩的薪酬激励机制。基金经理除了能够获得基金资产的一定比例的固定管理费外，还可以提取一定比例（通常在 5% －25% 之间）的投资利润作为奖励。

9. 私募基金操作手法多样。私募基金经营机制灵活，没有短期的利润指标和确定的资金投向限制，在投资工具、财务杠杆、投资策略等各个方面也没有限制，这样，基金经理就能在范围更广的投资领域选择投资战略，以获取长期的高额利润。实践证明，私募基金通常能取得比公募基金更高的回报率（过去 10 年中有 8 年业绩超过共同基金）。

（刊登于 2003－10－8《期货日报》。提到私募基金大多有一些神秘感，本文介绍国外私募基金的运作和监管情况。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附文2　管理期货比较现实的选择

这不是什么吹嘘，也不是什么炒作。她真实地存在于我们中间，是我们现实生活的一部分，看看图12和图13，将使你相信，期货在短短的数月之间使得本金翻上数番绝不是什么美妙的谎言。

多家期货经纪公司和香塘伟业投资管理公司共同见证这一辉煌的业绩。无数的投资管理人、无数的投资者、无数的市场研究者、无数的市场关注者，共同监督和见证了这一系列看似平常却具有巨大吸引力的图表。香塘伟业投资管理人考评，涌现出像龙卷风、小涛基金等一大批优秀投资管理人。

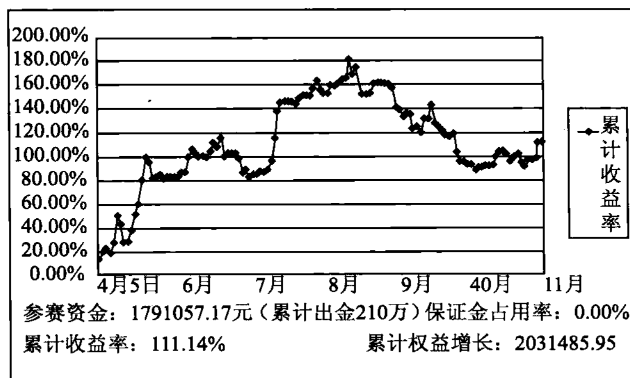


图12

期货经纪公司的执业人员，按照合作的协议，每日收盘后将投资管理人当日的账单传过来。香塘伟业评估中心的工作人员通过大量复杂的统计整理工作，将投资管理人真实、准确的统计指标和业绩图表制作出来，并将持仓和交易情况一同公布在公司网站的《炒手实战》和《评估中心》等栏目中。广大的投资者或市场关注者第二天早上就可以看到他所关注的选手的交易及持仓情况。此外，评估中心还于每周三在《期货日报》上刊载对明星账户投资管理人的访谈，介绍他们成功的经验及对于后市的看法，公布账户的各项评估数据，对于挫折账户提供诊断报告。宣扬成熟的投资理念、投资方法，指出操作中存在的问题及有待改进的建议。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

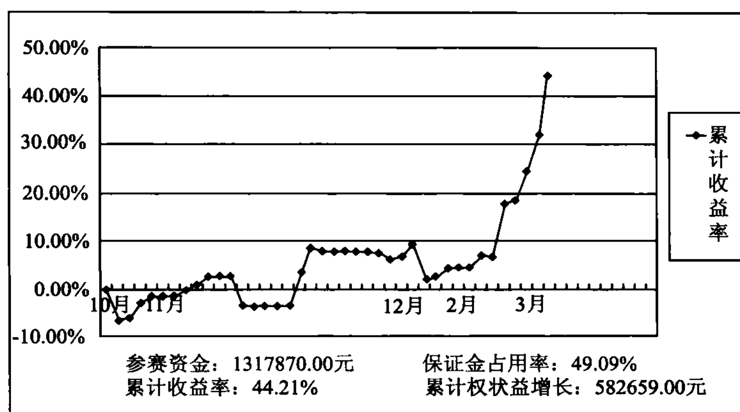


图 13

投资者业绩的取得归功于投资管理人成熟的理念、冷静的观察、准确的判断、严格的纪律、必胜的信念，但是现在市场上出现了模仿明星账户的操作方法，甚至干脆跟风买卖的风气。评估中心提醒广大投资者，最好不要做这种模仿。首先，根据有关协议，我们得到数据是当晚收盘以后，所以公布的持仓会和明星账户的即时持仓差一个交易日，即无法做到即时跟踪。其次，虽然我们会对投资管理人的风险控制提出意见和建议，但投资管理人最终是要对资金所有者负责，因此某些账户在具体操作上具有相对的独立性。再次，明星账户的出色表现，只是投资管理人一段时间业绩的反映，并不能证明他永远如此，更不代表他每一笔交易都是正确的。最后，期货投资是个性化很强的工作，一种被某人证明十分完美的理念和方法未必适合其他的人。比如几个明星账户恰好都是以中长线投资为主的，那我们是否就此认为短线交易就不可取？ 未必。

去年以来，随着期价的逐步走高，所有品种结束了单边牛市的走势，一些能源和金属产品进入高位震荡；一些农产品还出现了巨幅下跌的情形。许多投资人抱怨行情不好做。比如有人认为，操盘手的业绩都是阶段性的，否认中国会出现巴菲特、索罗斯那样的理财大师，从而为自己的不好的业绩进行辩护。以铜为例，他们认为过去一年，中国的广大铜投资者都在赔钱，典型的逻辑推理是这样的：首先，中国绝大多数人在做空——赔钱，然后有少数人在中国做多，在伦敦做空，即反向套利，最后这些反向套利的人把钱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

送给了外国的投机基金。换句话说，中国人都在赔大钱或赔小钱，只有外国商人赚钱。明星账户的出色表现就是对这种言论最好的驳斥！因为他们不仅赚了钱，而且不少就是在铜上赚的钱，根本没在伦敦上抛什么空！

我们坚持为投资者、投资管理者服务的经营理念，追求投资业绩的长期稳定增长，愿意为发掘和培养一大批中国的优秀投资管理人尽微薄之力。鉴于期货交易工作的复杂性，绝大多数人由于时间和精力等因素的限制，并不适合亲自从事期货交易，但作为投资和避险工具，期货投资已逐渐为投资大众所认识和喜爱，而在当前的市场条件下，通过优秀的投资管理人来管理账户是管理期货比较现实的选择。

（刊登于《期货日报》2005－03－09。投资管理的实践回答了发展管理期货的必要性和可行性。）

附文3　哪样的 CTA 更适合你？

CTA，即“商品交易顾问”。在美国 CTA 是由 NFA 认定，在 CFTC 注册，并受监管的投资经理人。所有 CTA 都必须在 CFTC 和 NFA 登记注册成为其会员。CTA 必须定期向 CFTC 报告账户，提供交易记录；定期向 NFA 提交报告，进行信息披露。

CTA 注册学员通过 NFA 认可机构的培训课程，在 NFA 认可的考试机构，参加 NFA 规定的统一考试，考试合格者由现有 CFTC 及 NFA 会员担保在 CFTC 及 NFA 注册。在审核学员提供的资料（包括指纹档案）及所在国认可的无犯罪记录证明等资料，经确认无误后，方能成功注册成为 NFA 会员，获得从业资格。

CTA 在美国往往是高薪的代名词。CTA 的年薪通常高达上百万美元，明星 CTA 的年薪可高达数千万美元。大家熟知的索罗斯和罗杰斯也都是美国期货业协会的会员。所有涉足期货和金融衍生品的基金经理也都在美国期货业协会注册。

据机构投资者业内杂志《Alpha》报道，2005 年收入最高的 26 位对冲基金经理人均年收入达 3.63 亿美元，其中国际金融大鳄索罗斯（George Soros）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2005 年是薪酬第三高的对冲基金经理，收入达 8.4 亿美元。2007 年，保尔森(John Paulson) 通过麾下的保尔森信用机会基金(PaulsonCredit Opportunities Fund)，保尔森优势基金(PaulsonAdvantage)和保尔森国际基金(Paulson International) 做空楼市。保尔森因首批公开预测此次次贷灾难性结果而受到赞扬，个人净赚 37 亿美元，成为对冲行业有史以来年收入最高的经理人。

在国内，商品交易顾问通常称为投资管理人，相当于普通基金的基金经理，所不同的是，CTA 的交易对象是期货及期权，而普通基金经理的交易对象是传统投资工具，如股票和债券等。由于基金的业绩主要取决于基金的结构和基金经理的专业技能，而管理账户的业绩完全由 CTA 决定，所以选择一个或几个好的 CTA 对于投资的成败得失至关重要。

基金支付给 CTA 的费用包括两部分：固定的咨询费和业绩激励费。固定的咨询费以 CTA 所管理的基金投资组合的每日净资产值为基础(以当时市值计算)，逐日累计计算，在每个业绩期结束时计算，一般不再改动。业绩期是 CPO 和 CTA 协商决定的，可能是月度、季度或年度，通常是以一个月为一个业绩期(相当于发工资)。对于不同的 CTA，固定的咨询费率会有所区别，大致的范围就是每年 0%—3%。业绩激励费是以 CTA 所管理的投资组合使得基金产生净增值的一定百分比来进行支付的。不同的 CTA 这一百分比会有所不同，一般是在 10%—30%之间，通常是 20%。在具体计算资产的净增值时，通常要扣除资金成本，比如按照同期的国债利息收益进行扣除。CTA 的费用也会随着投资人的投资规模变化，采用不同的收费级别，一般情况下，资金量越大收取的费率越低。

国内的 CTA 队伍正在形成之中，基本可以分为两类：其一是分析师队伍。分析师一般在期货公司供职，有期货执业资格，有一定理论功底，有逻辑论证和数据处理能力，对行情分析客观、全面。资深的分析师，大多由经纪人演化而来，实战经验丰富。特点是擅长运用基本分析法，捕捉中大级别的投资机会，设计大型的套保、套利方案，构建跨市场投资组合等。他们表面上并不是一些账户的指令下达人，但实际上通过咨询和指导，实现对账户的操作。还有一类俗称为操盘手的队伍，他们一般不在期货公司供职，但所操作的账户需要通过期货公司走单，他们会与期货公司保持经常的联系。他们通常都与投资人签有书面协议，约定双方的权利和义务，特别是盈利分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成的比例，直接代客理财。资深的操盘手，一般由工作室或投资公司起家，他们的特点是盘感好，对中短线把握较准确，大多擅长运用技术分析和程式化交易系统。

由于商品期货的金融属性，期货投资对于投资人的专业化要求很高，普通投资人由于时间、知识、性格、信息等方面的限制难以胜任。在国内没有公募的期货投资基金，私募基金运作又较为隐蔽而且资金数额的要求又很大的情况下，挑选自己喜爱的 CTA 成为普通投资人参与期货必不可少的工作。

你需要什么样的 CTA？利用 CTA 管理自己的期货账户，投资者必须选择合适的 CTA 并承担评估 CTA 表现的责任，这就要求投资者自己具有投资的专业技能和判断挑选能力。实际上这也只有专业的机构投资者才能做到这一点。所幸的是最近几年中国陆续出现众多的大型期货投资管理公司和重视研究咨询工作的 A 类期货公司，其运作日益稳健和规范，并积累了丰富的经验。

（本文在《期货日报》2005 – 07 – 13 文章的基础上略有改动。介绍了 CTA 的基础知识。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

| 第二章 |

投资顾问的营销

本章重点讲述期货营销的相关理论，总结 CTA 开展期货营销的策略和技巧。

期货营销就是将适当的产品卖给适合的人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期货是什么？很多年以前，我的一位兄长这样问我，可是我和他聊了半天之后，他竟然问我，期货是不是传销？这使我非常失望，我知道我没有用最简单的语言准确描述清楚“期货是什么”。

随着期货业务发展的需要，我们有必要用简单明了的语言，在半小时甚至几分钟内告诉客户期货是什么，我曾苦思冥想用“期房”的概念来类比期货。我打了一个比喻：大家都知道现房、期房。所谓现房当然是一手交钱，一手交房（办理过户、交钥匙）；而期房则是先缴定金，签购房合同，待合同期满后（也就是房屋竣工交付使用时）再进行实物的交收（即房款的补足和房屋的交收）。这种颇为形象的比喻连普通的百姓也能理解，为此我欣慰了好一段时间。可你知道这里只是偷换了一个“远期合同”的概念，期房合同不是标准化的，定金也不是保证金，离真正的期货还有很大的差别。

其实，用最简单的语言来描述，期货就是“标准化合约”，然而许多中国人不了解“标准化”的含义，更未听说过“合约”这个词。我在期货的培训中经常说：所谓“标准化”就是统一化，“合约”就是合同。“标准化合约”因而可以称为统一化的合同。这大大有助于人们的理解。

中国人对“做空”其实并未真正地理解。我最早听到“买空、卖空”的词汇还是在计划经济时代，不过那时候总是和“投机倒把”联系在一块。系统地接触“多头、空头”的概念是在上世纪90年代初的《国际金融学》课程里。回想起来那时脑子里的概念也是云雾环绕，真正对“做空机制，保证金杠杆”有真切的理解已是1993年实际操盘之后的事了。

在金融学课程中，我学到外国投机者常说的“做空”和“空头”，我把它简单理解为“卖出”，后来又更正为“先卖后买”的行为。我自认为已经搞懂了空头和做空，可实战时发现，和许多人一样，我最初并没真正理解做空。比如，人们一直在中国的股市中讨论空头或空方，一些人认为“融券”就是做空，一些人进入期货市场首先想到在什么低点买，而从未想到在什么高点先卖。实际上他们还是一个多头思维。人们一种惯性思路是，手里没东西怎么可以先卖呢？不知道“先卖后买”可不可行？世间怎么能够允许做这种事？当然现在的交易软件很好，有“开仓”和“平仓”的区别。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还有一个概念:合约月份。一些接触期货半年至一年之久的硕士和博士们时常没有弄懂合约换月留下的大跳空是怎么回事。更为可笑的是,一些人还研究如何利用这些缺口进行套利。想到这些,我时常怀疑在课堂上讲授期货的金融学教授们是否真正清楚做空和合约月份的概念?

最近几年出道的期货从业人员,不再参与期货交易,更难得接触客户的交割业务。假若一个客户做了商品的空头,后来价格上涨,客户最后交割了,市场自然要给客户算账点钱。我的问题是:那么是按照客户当初的卖出价还是按照合约的收盘价给客户点钱?一个做了三年期货的硕士,当我问他上述问题时,他竟然告诉我,按照最后的结算价给客户点钱。我说,那与客户当初的卖出价高低没有关系了?他一脸的茫然,真让我哭笑不得。我告诉他,不管现在的结算方法如何改进,说到点钱肯定是和最初的卖出价挂钩,至于最后的结算价和增值税发票挂钩。

我以为,越是基础的基本的问题越需要大家才能解释清楚。什么是经济人?为什么要理性投资?是一些最基本的问题,可是经济学家也未必有定论,寻常百姓只有在茶余饭后偶尔想到。期货是什么?什么是做空?这些基本问题,作为期货交易顾问,不仅我们自己要有较为准确的理解,而且还要能够给投资人讲清楚。

第一节　期货营销概论

一、期货营销及其特点

(一)什么是期货营销

发现潜在客户,把潜在客户变为现实客户,为现实客户提供与期货交易相关的服务,满足客户的投资、投机和风险管理需求,这个过程就是期货市场营销。

(二)期货营销的特点

在相当长的时间内,中国期货市场的需求状态是潜伏的。尽管期货市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场具有发现价格、套期保值的功能，但对大多数个人来说，在需求上没有迫切性。多数应当参与期货的企业和机构还没有认识到，在中国现阶段，对期货市场需求的满足还受到某些限制。就个人来说，闲置资金才能投资期货，从闲置资金积累到接受期货这一投资工具需要一个过程。其实，尽管中国人均收入还不高，但是像深圳、东莞等沿海城市和北京、上海等大城市的人均收入已经接近或超过欧洲部分中等发达国家的平均水平，期货潜伏状态的需求已经被激活。回顾10年前，中国的期货市场的保证金规模才几十亿，一年的成交额才一万多亿元。现在的保证金规模已过千亿，日成交额都能达到六七千亿元；那时活跃的品种只有铜和大豆等少数品种，活跃的合约月份日成交也不过几十万手。现在许多品种（甚至像铜这样的大价值合约）单个合约月份动辄日成交达百万手甚至几百万手。

期货营销是一种特殊的营销，也是难度较大的营销。客户是投资者而不是普通消费者，相当多数的人对期货采取消极和回避的态度。期货不是大众直接投资工具，具备参与期货交易条件的企业和个人在数量上是有限的。当然，这并不代表期货不可以间接大众化。成熟市场的做法是发展期货投资基金，开发金融期货和期权产品等。

期货营销的主要手段是人员推销。期货市场是信息双向沟通的市场，与一般消费品不同，期货市场开发通常要通过人与人的多次沟通实现的。当然，随着现代通讯手段的日益发达，电话营销、视频培训和网上交流等营销手段已经日益普遍。

二、期货经营机构的产品

什么是期货经营机构的产品？期货经营机构的形式产品是提供交易通道为客户代理交易；期货公司的实质产品是通过代理交易服务满足投资者投资获利或风险管理的需求；期货公司的延伸产品是指提供与投资相关的其他服务，如培训、信息、咨询、交割、融资、理财等。

三、期货市场细分与目标市场

把提供期货的功能服务与客户规避风险或投资的内在需求结合起来，提高研究咨询的水平，致力于客户对工具的运用和在期货市场盈利率的提

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高,不断向客户提供创新产品与优质服务。

(一)什么是市场细分

企业按照一定的标准,把整体市场细分为若干个市场部分或者亚市场,其中任何一个市场部分都是一个有相似需求的顾客群,都可以考虑选作企业的目标市场。

(二)怎样进行市场细分

表 3　　期货交易潜在客户类型:保值客户

细分标准	1	2	3
企业性质	民营	股份	国有企业
行业规模(对期货需求程度)	小	中	大
资金实力	小	中	大
决策者认识程度	缺乏	一般	好
决策程序与效率	低效	一般	高效
从事期货经历长短	无	一年以内	一年以上
期货投资效果	不明显	明显	期、现都赚
政策因素影响程度	小	中	大
资金来源	贷款	借款	自有

表 4　　期货交易潜在客户类型:投机或套利机构客户

细分标准	1	2	3
资产数量	100 万以下	100 - 1000 万	1000 万以上
投资经历	无	偶尔有	经常有
股权情况	国有	股份	个人
资金规模	10 万以下	10 万 - 100 万	100 万以上
了解途径	偶然认识	查询	介绍
客户信誉	有失信与不良记录	信誉一般	信誉好
投机效果	亏钱	基本平手	赚钱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5　期货交易潜在客户类型:个人投机(套利)客户

细分标准	1	2	3
对期货认识	不了解	了解但有偏见	有正确认识
资金来源	贷款	借款	自有资金
年龄	25 岁以下	40 岁以上	25－40 岁
收入水平	低	中	高
个人性格	保守	一般	激进

(三)发展潜在客户建立客户档案(表 6)

姓名		财务状况	
服务公司		收入水平	
籍贯		汽车牌照	
出生年月		休闲方式	
毕业学校		处世态度	
兴趣爱好		住房状况	
配偶情况		投资情况	
家庭住址		个人品位	
结婚纪念日		客户等级分类	

(四)目标市场的确定和营销策略

1. 什么是目标市场？目标市场是在市场细分和分析企业优势的基础上形成的,企业要进入的那个市场部分,也就是期货经营机构的目标客户群。

2. 目标市场应具有的条件:(1)该市场有一定的规模,能取得一定的收入与利润;(2)该市场不但有尚未满足的需求而且有一定的发展潜力;(3)本机构有开发该市场的能力,该市场也未被竞争者占领或控制。

3. 目标市场策略类型(表 7)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目标市场策略	内容	优缺点
无差异性策略	只推出一种与其他竞争者无区别的业务模式或服务，运用一种营销组合，试图吸引尽可能多的客户。	优点：同一业务模式或服务平均成本低。缺点：营销策略针对性不强，难以充分满足不同类别需求，难以建立自身的竞争优势
差异性策略	针对不同的细分市场，推出与其他竞争者不同的业务模式或服务，运用并采取不同的营销策略。	优点：能满足客户差异性需求，有利于提高市场占有率和竞争力，也有利于分散经营风险。缺点：营销和服务费用增加
集中性策略	以一个或少数几个细分市场为重点，集中公司的资源和营销力量，采用专业化的营销模式和服务。	优点：有明确的市场定位，营销对象集中，有利于发挥优势，在局部市场形成较强竞争力，同时也有利于降低成本。缺点：市场风险大。

（五）期货经营机构服务的市场定位

1. 什么是市场定位？

确定并显化公司形象、产品特色及服务优势，以此帮助市场上的潜在客户正确认识并了解企业区别于竞争对手的市场形象。具体来说，就是根据客户对期货市场的认知程度，为本机构及其产品确定市场地位，创造一定的服务特色，建立特定的市场形象。

2. 市场定位应注意三个问题：(1)目标市场上的竞争者提供何种产品和服务给客户；(2)目标市场上客户有哪些需求未得到满足；(3)本机构是否具备在特定目标市场上确立竞争优势的条件。

四、期货经营机构的市场营销开展

（一）建立专业的市场营销团队

1. 期货经营机构应当建立专业化的开发队伍；2. 重视对业务人员的挑选与训练；3. 建立期货经营机构营销队伍的组织与管理模式；4. 人员推销过程中要做好三种人的工作：a. 发起者：建议做期货的人，b. 决策者：有权决定做期货投资的人，c. 操盘者：具体负责交易操作的人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（二）强化对期货市场的功能宣传与潜在客户培训

1. 潜在客户成为现实客户的关键环节是培训；2. 培训效果如何取决于培训内容。培训内容的四个要素：a. 期货是什么？b. 期货对潜在客户的作用是什么？c. 期货怎么做？d. 投资期货应注意哪些问题？3. 培训的重点在于揭示潜在客户对期货市场的需求：a. 通过市场调查发现潜在客户的特定需求，b. 针对潜在客户的特定需求提供有针对性的分析报告与投资方案，c. 让潜在客户了解本机构在满足潜在客户投资需求方面的优势，d. 建立客户档案，通过持续的培训和有针对性的服务满足潜在客户的投资需求。

（三）以研究促进市场营销与客户开发

1. 期货经营机构的研究工作是专业化期货市场营销的基础；2. 对期货品种价格走势的分析与预测能力是期货经营机构核心竞争力的重要体现；3. 研究优势有利于期货经营机构在营销上形成产品与服务特色。

（四）以提供高水准的投资咨询服务促进市场开发

1. 咨询服务不仅是市场开发的手段，更应该成为期货经营机构的业务（应该收费）；2. 提供高水平的投资咨询服务是开发机构投资者的重要手段；3. 期货经营机构应当成为企业风险管理与期货投资的顾问；4. 咨询服务是定制营销，是期货经营机构新的盈利增长点。

（五）以专业化服务促进市场开发

将能够提供的产品和服务分类，由客户进行选择，从而实现分级服务。

（六）以服务产品创新和技术创新促进市场开发

如提供客户风险敞口的评估，程式化交易系统，以及适时推出理财业务等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二节 期货经营机构的内部营销

一、内部营销的理念发展

内部营销(Internal Marketing)的起源和发展皆是建立在如下假设基础之上:满意的员工产生满意的顾客,要想顾客满意首先让员工满意。内部营销的理念发展经历了将员工视为内部顾客,到强调员工在顾客满意中所起的中心作用的过程。

将员工视为企业内部顾客最早是西方学者对内部营销的普遍认识,克里斯廷·格罗鲁斯(Christian Gronroos)于1981年首次提出内部营销的概念,并将内部营销定义为:将公司出售给内部顾客——员工,高度满意的员工将促使公司具有市场导向并以顾客为中心,有效的服务传递激励着有顾客导向意识的员工。Berry and Parasuraman(1991)甚至认为,内部营销是吸引、开发、激励和保留优质员工,通过工作这一产品来满足他们的需要。

在中国期货市场发展的初期,有一种全能“经纪人”模式的存在,包括市场开发、行情分析、客户指导甚至自己或代客操作,这是对“内部营销”的滥用。后来,这种模式逐渐被居间人、从业人员、工作室等形式取代,而作为期货经营机构的完整业务,部门及人员分工越来越细。随着内部营销理论和实践的发展,有些学者对内部营销进行了重新界定。Rafiq and Ahmed(1993)对内部营销将雇员视为顾客的观点提出了不同的看法:第一,与外部营销不同,卖给雇员的产品——工作,可能是他们不需要的甚至会引起反感。第二,雇员不可能再去选择产品,而只能是产品选择他们。第三,外部顾客的需要是否超越雇员的需要。第四,满足雇员需要所付出的成本需要考虑。

Cahill(1995)对内部营销的界定是:内部营销的目标是开发顾客导向的企业文化。Quester(1999)对内部营销的定义是:用于在员工中开发和激励顾客意识的工具。无论是将员工视为企业的顾客,还是强调员工在顾客满意中所起的中心作用,内部营销理念的实质是强调企业要将员工放在管理的中心地位(即以人为本),企业需要借助内部营销的理念、技术和方法来获

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

取外部竞争优势。内部营销是企业内部开展的一系列积极的、营销式的、协同的活动。内部营销的重要性在于，它使企业各项活动更系统地、战略性地适应顾客的需要，它要求企业内部的各个环节将下道工序看做是自己的用户。内部营销要求为企业创造价值的每一项活动，都要为企业目标的最终实现而最大限度地发挥作用。

二、期货行业实施内部营销的必要性

从期货服务产品本身存在的无形性、生产与消费在时间上的统一性、产品品质的多变性和产品的不可储存性等特征出发，重视内部营销。通过内部营销促进外部营销是期货公司在日益激烈的市场竞争中取胜的重要手段。

1. 内部营销是期货经营机构外部营销成功的前提

（1）外部营销计划必须首先在内部获得通过。期货经营机构外部营销的主要功能是向目标客户承诺以某种价格提供某种金融服务或产品，以满足客户的需要。但承诺的兑现要靠内部员工来完成。如果员工对企业的营销计划缺乏了解或不具备所需的能力、动力，营销计划只能是一纸空文。这里特别强调培训在内部营销中的作用，不仅是对员工的营销培训，而且要包括各部门对其他部门的业务培训；不仅是管理层对员工的培训，而且要包括专业部门对管理层的培训；不仅是内部培训，还要参加研讨会、讲习班等外部培训。

（2）有助于树立“全员营销”的观念。期货经营机构中存在大量“业余营销者”，他们的顾客导向意识的建立，必须通过内部营销方式来实现。期货经营机构开展外部营销主要是建立和改善与客户之间的关系，而要很好地做到这一点，就必须首先理顺内部关系，使员工真正做好思想上和行动上的准备。就当前的期货经营机构而言，营销不再仅仅是市场开发部门的任务，许多负责前台开户、技术服务、账户结算、风险监控、投诉处理甚至行政管理等传统非营销活动的人员也与客户接触，他们在数量上通常多于市场开发人员，这些人的技能、顾客观念和服务意识极大地影响着客户对企业的印象及其未来的投资行为。企业必须使这些“业余营销者”具备必要的技能和正确的观念，为此要进行内部营销。

2. 内部营销能极大地消除期货经营机构各部门之间的冲突

在期货公司的员工中灌输市场营销导向观念是必要的，在实践中经常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

遇到的问题就是企业各部门之间的冲突和不协调。现代企业讲究分工,更讲究协作。从业务流程看,一项业务的最终完成必须有连续不断的各个部门之间的配合和协调,期货经营机构的每一部门通常为其他部门提供产品或服务,同时,又是企业内部不同部门产品的使用者。

期货经营机构的业务是通过一系列密切相关的活动实现的,各种活动都直接或间接对企业的产品或服务价值有贡献,不同活动之间的关系类似于买卖关系,由于“网上营销”的开展,每个员工或部门都有自己直接的客户,每个员工和部门都有向其他部门或人员营销的职责。通过内部营销,可以使人们认清这种客观存在的内部交换关系,有助于促进部门间的合作,加深员工和部门对企业价值贡献的感性认识,在企业范围真正实现顾客导向,从而使最终客户满意。面对现代企业人员的流动率居高不下的状况,Susan(1997)年提出内部营销能减少员工流动,保持员工忠诚。由此可见,内部营销是期货经营机构实现市场导向和跨职能整合的有效手段。

3. 内部营销有助于主动完善期货经营机构运作方式

通过内部营销手段,可以使期货经营机构所有部门和全体员工逐步树立“服务客户”、“其它部门是本部门的顾客”的意识。而且内部营销手段是一种温和的方式,它不是命令或强制员工或部门接受某种思想、观念和做法,只是想方设法让人们主动接受。例如,市场开发部门根据市场需要,可能要求研究部门提供或修改某项报告,这相应地要求改变信息处理、加工的方式。市场开发部门没有权利强行命令,而只能晓之以理,阐明利害,所以在内部营销方式的实施过程中,各部门会主动对其业务流程、工作程序等加以完善,使其与外部营销的要求相适应,从而促进整个公司的运作方式、组织结构的变革。

内部营销管理源于市场,融于企业,具有灵活性、主动性和以较低成本实现有效管理的优点。如能正确加以利用,会成为期货企业在竞争中取胜的重要途径。

第三节 CTA营销的特点

CTA的营销是期货营销的一种,具有期货营销的一般共性,也有其特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

点。CTA 是实干家，当然以长期稳定卓越的业绩示人最有说服力，其次也要介绍自己的投资理念、风格、领域、系统和风险控制体系。CTA 以个人的魅力募集大量的资金，需要有较高的知名度和良好的市场口碑。

在国外，私募基金不是通过公开方式（如通过媒体披露信息）寻求投资者购买的，而是通过私下方式征询特定投资者并向其中有投资意向的投资者发售的，因此一旦采用任何公开方式进行发售就属违法违规。

公募基金可以通过银行、证券等销售渠道公开发售，完全可以借鉴专家理财的营销模式去运作营销，为营销带来极大的便利。但是公募基金各国监管较严格，管理成本高，影响投资者的投资回报。

在中国证券市场有介于两者之间的阳光私募，阳光私募是借助信托公司平台发行，经过监管机构备案，资金由银行托管，并定期公示业绩和运作报告的投资于金融市场的理财产品。期货信托理财产品已经有多家期货公司和投资公司尝试设计，亟待管理层放行。

第四节　期货理财产品的设计

一位优秀的期货交易经理不仅要善于发现可盈利的交易机会，而且必须仔细考虑每年不同时间、不同事件下各种交易策略间的相关性。期货交易经理必须确保最终形成的投资产品能产生特有、充分的收入回报，从而为投资者整体资产组合带来益处。

一个完整的交易产品（计划）设计至少应包括以下步骤：

发现机会——期货交易的首要工作是发现一些对投资者来说具有一定可信度的交易机会，无论这些交易机会是由于季节性因素带来的或是事件驱动的，比如农产品的“天气市”，收获季节的供给压力，工业原料的年初备货等，特别是许多品种每年经常出现的套利机会等。期货交易经理必定具备敏锐的洞察力和善于总结和发现这类机会的丰富经验。

交易策略——如何利用期货、期权等工具或工具的组合捕捉发现的机会。

组合构造——一旦期货交易经理发现一套可在一段时间获利的交易策略，下一步就是将此策略纳入一个分散化的策略组合。最终目标是将不具

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有相关性的策略组合到一起,以获得一个风险降低的投资组合。

风险管理——期货交易经理需要确认在平常和特殊时期,计划的损失都不会超出委托人可承受的水平。

杠杆倍数——使用多大的杠杆是产品设计的重要问题。期货交易经理需要考虑这个产品的优势在哪?预期收益多少?如何被营销?客户的期望是什么?

本产品对投资者整体资产组合的独有影响——本产品能够产生独特的收益流,这种收益流是无法从其它的已有的投资中获得的。

附文 1　期货营销—期货人的立市之本

市场不相信眼泪,而以成败论英雄。虽然期货有四两拨千斤的功效,但对大多数人来说,没有相当规模的资金,想在期货市场白手起家、一夜暴富是相当困难的。

投资,资金来源相当讲究,尽量要利用自有资金。虽然有财政、信贷资金限制进入期货市场的规定,但从投资学角度来看,大多数投资者并不了解这其中的道理。这里略举一例,运用投资公式(文见第八章),解释尽量利用自有资金的重要性:

现有两个投资方案,甲方案需要资金 10 万元,成功时年利润 2 万元;乙方案需要资金 20 万元,成功时年利润 4 万元,假设投资周期都为一年,投资成功率都为 70%,投资失败时本金不损失。如有投资者自有资金 10 万元,贷款(假设其可以贷款 10 万元)年利率 15%,试问:该投资者应该选择哪一个项目投资?

分析:乍看甲、乙两投资方案年回报率都为 20%,而贷款年利率仅为 15%,投资失败本金又不损失,这样选择乙方案,似乎更合算,错了!其实这里的 20% 只是投资成功时的年回报率,如考虑到风险因素,则甲方案预期年收益率为:

$$r = \frac{ps - (1 - s)q}{tc} = (20\% * 70\%)/年 = 14\%/年。$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

若单算那贷款10万元的年投资回报率 r = 14%/年 - 15%/年 = -1%/年。会有人说，由于自有10万元的投资年回报率仍为14%，这样乙方案的投资回报率应为14%/年 - 1%/年 = 13%/年。又错了，若选乙方案，这时 r = [10 * (-1%) + 10 * 14%]/20/年，仅有6.5%/年。若再考虑到贷款在人们心理上增加的压力，可见利用自有资金是何等重要。

成熟的市场流行代客理财的运作方式，期货营销可以从以下几方面：

首先，长期培育。期货投资者开发的过程是教育引导的过程，对于大多数投资者来说，期货是一个新生事物，即便懂点期货的人又认为期货市场是一个高风险的市场，所以开发的过程通常是漫长的，需要通过长期的跟踪培育，使投资者认识期货、关注期货、利用期货。

其次，展示业绩。我始终认为，大多数人并不适合从事期货交易，而能够做投资决策的人更少。当然，当你以连续超常的实际业绩示人的时候，投资者也会主动找上门来，毕竟这个市场最终是以成败来论英雄的。

再次，抓住时机。什么时候是开发客户的最佳时机呢？企业往往在已经出现问题的时候，才会感觉到需要期货。这就要求我们了解企业会在什么时候最需要利用期货市场来帮助其解决问题，而此时与企业接触往往会起到事半功倍的效果，因为这是雪中送炭。而这通常又是期货市场孕育大行情的重要转折关头。

第四，研究需求。应该去开发哪些类型的客户呢？人们总是按自己的思路行事，而别人不一定按我们的思路考虑问题。开发过程中经常出现这样一种现象：我们认为很有道理的理论、K线、指标，客户往往并不感兴趣；但他们都关心价格的涨跌，特别关心出现对他们不利的状况时，他们应该怎么做，如何去避免。这就要求我们在开发过程中，学会换位思考，研究别人的需求。

第五，虚心学习。给我们造成麻烦的往往不是我们不知道的东西，而是我们误以为知道的东西。期货属于金融衍生品，自身复杂。业内人士必须对期货本身有较深入的研究，而对跟期货相关的现货市场、产业链、政策法规也不能是外行。这就需要我们事先要苦练内功，在与投资者特别是产业投资者交流的过程中，保持谦虚谨慎的态度，知之为知之，不知为不知；交流之后，还要认真总结，变不知为知。

第六，展示说服。虽然期货市场的存在和发展有其客观必然性，但"有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理也要讲得直”。何况企业一开始往往并不关心期货是什么，只关心期货能为企业带来什么利益，你的公司能给企业提供哪些服务？说服的重点可以概括为 FABEC，即 F – Feature 特点；A – Advantage 优势；B – Benefit 利益；E – Explanation 解释；C – Confirmation 确认。最关键的还是最后一项——确认，确认企业是否对期货认同，是否对你的表述认可。

第七，跟踪服务。特别要关心投资者利益的保护和权益的维护。做好投资者跟踪服务不仅为我们提供了一个很好的让合作者满意的机会；同时也为下一次合作提供了基础。

（刊登于 2004 – 2 – 3《和讯特约》，是作者期货营销实践的总结。）

附文 2　股票与期货的风险谁大？

为期四个月的期货培训班就要结业了，为了检查学员的知识掌握情况，我命了一道题，叫做股票与期货的区别，重点是股票与期货的风险比较。

一般而言，期货市场由于实行保证金制度，客观上存在在短时间内使投入资金全部损失的可能性；而股票市场由于停板制度的限制，即便是遇上庄股跳水，连续十几个跌停，最后也能剩下一些残值。显而易见，期货比股票的风险大多了。

凭我十多年的期货工作经验和口若悬河的讲解，满以为这等简单的题目，学员的解答自不在话下，可结果你猜怎么着？三十几个学员清一色的都说股票比期货风险大多了。理由概括如下：1. 以整体价格波动幅度看，大豆十年来基本上在 1700 – 4000 之间波动，铜在 13000 – 33000 之间波动，即最高价仅是最低价的 2 – 3 倍；而一只股票几年间能从几元钱涨到一百多元，又能从一百多元再跌回到几元。2. 以单日价格波动幅度看，股票的涨跌停板是 10%，而期货一般仅为 3%。3. 从参与者的亏损面来看，不考虑手续费因素，期货市场始终是一半人赚钱，一半人亏损；而今年的股市到目前仍有 90% 的股民套牢。4. 从风险监控角度看，期货市场交易的品种多是大宗农产品或工业原料，事关国计民生，价格的波动受到交易所、证监会乃至国务院有关部委的监控；而证券市场，股票太多了，券商搞包装上市、公司靠造假

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

圈钱、庄家玩控盘操纵，监管部门难以应付。5. 从定价基础和价格秩序看，期货市场商品的价格以价值为基础，随供求关系而波动，还有现货作参考，秩序井然。股票市场，公司盈利多，按市盈率定价；公司盈利少，按市净率定价；公司不赢利按重组题材炒；公司退市了，按壳资源定价。一边是流通股高价流通，一边是国有股（等非流通股）低价转让，秩序混乱。6. 从现行交易制度看，期货市场实行 T+0 交易，短线进出十分方便，做错时，可以及时止损；股票市场目前实行 T+1 制度，明知上当了也要等到第二天才允许抛出。7. 从运行机制看，期货市场有做空机制，可以进行套期图利、套期保值等低风险或规避风险的交易；股票市场没有做空机制，遇到公司造假或庄家资金链断裂，风险难以回避，而遇上退市的或倒闭的公司，投入的资金岂不是一样血本无归？8. 从市场流动性来看，期货市场资金集中、参与者众加上做空机制，流动性极好，容易变现；而股票市场普遍是易进难出（如最近基金所遇到的困境），甚至是难进难出，不易变现。9. 从市场信用角度看，期货市场的履约由期货交易所按照结算制度作保证，信用极高；而股票市场，证券交易所从来就不为上市公司、中介机构的言行作任何保证。

看了这么多的理由，我还是不能同意期货的风险比股票小。比如说，股票一般就不用追缴保证金，也不会被强行平仓，更不必在一年的时间内必须了结。看对了大势，难得会因为资金管理不当或心态脆弱什么的而被震仓出局的等等。谁知我的上述观点又招来更为严厉的反驳：“所谓期货市场的上述风险是投资人利用保证金这个财务杠杆过量交易造成的，期货市场提供这种财务工具，但并没有强求别人去使用，至于说投资者使用与否完全由其自行决定。并不因为你使用了就说期货风险大；你不使用它就说期货风险不大。换句话说，一个仅有一百万资金的人偏要去融资九百万，然后做价值一千万的股票，风险能小吗？是不是反过来又要说股票的风险太大了呢？”

当然，我还有话要说，比如说大多数人的投资习惯就爱使用保证金杠杆，还有期货历史上的那些逼仓事件等等。不过我又想：既然已如此清晰、完整地表达出了两个市场间风险存在的原因及差异，我们还有必要为哪个市场的风险大而争论下去吗？

（刊登于《证券时报》2003－12－11，本文根据作者在南京航空航天大学讲授《期货市场学》这一课程而作。许多人爱做股票和基金，总认为期货

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险大，通过本文你就会对股票和期货的风险差异有比较深刻的认识。下文是作者的一篇译作，从中可以学习国外期货同行是如何营销市场的，CRB指数对于期货的行情分析也有参考意义。)

附文3 CRB的期货信息服务

现在的投资者不应只是关注于所从事交易的单一市场状况，而必须了解每一市场间彼此存在的互动关系，这样才能制定出完备妥善的投资决策。想要了解商品市场整体趋势的全貌，首推1956年美国商品研究局所汇编的商品研究局期货价格指数(CRB指数)，CRB指数可以反映出一般商品的物价水准，为市场研究者提供重要参考。

CRB指数的发展历史非常曲折。那是在1933年，美国经济正处于谷底，并且美国刚刚脱离金本位制，资本开始有所回流，国家开始大力发展股票、债券市场，同时商品市场也开始出现一些活力。不过，对商品感兴趣的投资者和交易员却发现，他们可用的信息来源非常少。

在那个时期，弥尔顿·基乐——《美国纽约》报社的一名年轻记者，靠在交易所做公共关系工作以增加收入。凭着天生的对资本市场的灵气，基乐不久便在商品交易商中小有名气。他敏感地意识到，一个人如果不是在交易所的层面上，那么就很难获取到大量信息。虽然《华尔街日报》能够较为全面地覆盖股票市场，但是它所提供的商品期货价格方面的信息却非常少。于是，弥尔顿·基乐就产生了一种想法，可以创建一个商品研究局，对市场的信息进行全面发布。他认为，如果没有人提供关于商品期货市场的信息，交易将只局限于那些直接与交易所打交道的人，而无法让普通投资者了解这个市场。增加信息发布的平台将使得客户和他们的经纪人之间的联系更加方便，这对经纪人、商品顾问、生产商、消费商以及投机客特别重要。

作为一名记者，弥尔顿坚定地相信，市场里需要一份信息量很大的刊物。他认为，应该创建一种媒介，及时地把期货市场的信息传递到感兴趣的投资者。于是，他出版了一份名为《期货市场服务》的刊物，在此基础上他又产生了要创建商品研究局的想法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为实现这个梦想，没有资金的支持是不行的，基乐不得不去说服那些潜在客户和那些可能为他提供资金的机构。由《经济时报》的有关人士安排，他首先找到了一家愿意提供排版印刷第一期《期货市场服务》的印刷商，随后，他又找到了一位愿意在相同的条件上提供纸张的供应商。然后，他开始游说那些可能对他的想法感兴趣的人。过了一段时间，他的联系电话被放到一些主要经纪人事务所中：埃德·皮尔斯（皮尔斯公司的总裁）、哈罗德·巴奇（巴奇公司的总裁），他们都对基乐的想法表示支持。他们同意先购买几百份这种新型的出版物，并将这些信息分配给他们的经纪人和重要客户。在这份出版物即将面世的时候，弥尔顿又说服他的兄弟哈里·基乐，让他和自己一起成立一家公司，并让哈里出任公司总裁。哈里此前是一名注册会计师和经济学家，他的经验和洞察力将给新公司带来极大的好处。

弥尔顿说，“头条新闻一定要具有爆炸性，甚至需要我们‘厚颜无耻’地去挖掘。”1934年2月3日，《CRB期货市场服务》登台亮相，这份报告由7页标准尺寸的页面组成，划分为多个章节。头条是一篇关于整体市场的分析类文章——“商品价格展望”，这篇分析文章的风格也代表了该出版物整体的风格，直到今天，这种风格一直作为首页风格被保留着。

继主打文章之后的是单个商品的分析文章，并根据字母排序将其归类。现在看来，这种归类为当时政府的政策以及当时的经济状况提供了独特的视角。商品的这种组别划分形式一直持续到第二次世界大战开始。

《商品研究局期货市场服务》在它创建的第一年就开始赚钱，公司偿还了它的全部早期债务。它的成功很大程度上说明，对于交易商来说，那些在一般情况下不易得到的信息非常重要，能够为交易商提供这些信息，就说明它有生存下来的能力。

1939年，CRB出版了它的第一份《商品年报》，定价为10美元，这本小册子包含了关于所有交易所交易商品的综合统计信息，实用性非常强。在很长一段时间里，这本小册子被认为是“行业的圣经”，《商品年报》每年出版一次，只是在第二次世界大战期间有过简短的中断。在战争期间，短缺、拨款、配给以及其他非市场手段限制了自由商品市场的发展。

在1945年5月战争结束之前，《期货市场服务》（现在称为《蓝页》，由于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纸张的颜色为蓝色)就开始招兵买马并且恢复大规模出版业务。到了1945年5月14日,CRB发出预言:“工业活动将下降。事实上,从1943年开始,整个市场就一直处于劳工和原材料短缺的状况之中,而且这种趋势很可能会一直持续到秋季才会变得平稳。”不久之后,CRB又发布了一条信息:“我们相信,巨大的通货膨胀的威胁将很快会在战后重建期间发生,因为生产将无法满足全部的需求,一旦生产的步伐赶上了需求的脚步,通胀的威胁将慢慢消失。不过,我们认为,在战后最初的一段时期内,对买方有利的时机将会不断出现。”

战后第一期《商品年报》在1947年发行,与此同时,《期货市场服务》也在努力扩大其辐射范围,争取得到更多机构的关注。到了20世纪50年代中期,《期货市场服务》计划推出一种新产品,就是刊登涉及所有品种的图表。其实,图表以前就是《商品年报》的一个特征,不过,弥尔顿认为,图表不仅可以每年出现在《商品年报》上一次,而且可以更频繁地出现,他们计划出版一份新的刊物。在1956年3月2日,《商品图表服务》创刊号出版了,他们的工作重点计划向技术面分析领域转移。随后,他们又开发了《趋势线图表服务》,大约5年以后这项服务被出售给标准·普尔公司。

弥尔顿·基乐的另一个兄弟比尔·基乐对市场的主要贡献是对CRB指数进行了更深入的开发。他认为,行业需要的是能够较好地反映市场总的价格趋势的一种指数。新的CRB期货物价指数的主要竞争者是道·琼斯期货指数,不过,CRB指数在竞争中获得了一定意义上胜利,从而在期货界站稳了脚跟,并得到了快速的发展,不久之后就在反映期货活动的指数中居于统治地位。直到今天,45年之后,CRB期货物价指数仍然是测量商品价格运动的全球基准价格。

CRB指数最初只是提供了一个动态的宽泛的代表商品价格趋势的数据,更大程度上是反映期货商品的价格而不是反映现货市场的价格指数,现货市场的价格指数(BLS)当时由劳动统计局负责设计。虽然BLS指数也是成功的,但是它只涉及现货交易,而且远没有商品研究局编辑的那么及时。最终政府决定将BLS中止,并把现货市场的价格指数设计工作也转交给CRB来做。为了保证CRB指数的有效性,它被周期性地进行调整,以及时反映在市场结构和流动方面的变化。从1956年CRB指数第一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

次被启用，现在已进行过10多次修正，指数计算方式和商品组成结构不断得到修改。

作为商品研究局的管理团队，基乐家族每一个成员的才能在他们各自所扮演的角色中得到淋漓尽致的发挥。比如，弥尔顿是一个非常有思想的人，他负责提出构想，并进行市场营销；他的大哥哈里则是个实干家，对商品研究局成功地进行了商业化的运作；弟弟比尔则被大家公认为是新产品的改进者和开发者，他对相关产品进行深入开发，确保产品能够成功推出。在基乐家族成员的共同努力下，CRB还成功推出了一系列关于市场研究方面的书籍，例如《商品价格指南预报》、《一个专业商品图表分析家的技术》和《现代期货和期权交易》。

到了20世纪80年代初期，开始有一些机构试图收购基乐兄弟的公司和相关出版物的版权，他们给出了很好的报价。最终，基乐兄弟同意了爵士里德金融出版社(KRFP)提出的报价，将公司股权转让出去。1984年12月1日，KRFP开始运作商品研究局(包括其产品、用户和正在出版的最优秀CRB图书)。爵士里德金融出版社启动一个从手工绘制图表到计算机生产图表的新时代，计算机和电子数据库作为商业工具在爵士里德金融出版社收购CRB之后变得越来越普遍。在收购后不久，KRFP的员工开始将CRB从1934年起收集的商品价格录入到电子数据库，这是一个非常费力费时的工程。从此以后，每日价格数据更新后被及时发送到用户的电脑中，从而使得CRB的信息能够更快捷地被客户看到。

1986年，一种关于CRB期货价格指数的合约就被引进到纽约期货交易所(NYFE)，并且迅速成为当时最热门的交易合约。比尔·基乐在与NYFE合作设计合约时，最大限度地发挥了指数的影响力，目前该合约仍是纽约期货交易所(NYBOT)NYFE分部的活跃品种。到了1997年，桥讯信息系统股份有限公司购买了爵士里德金融出版社，其中包括KRFP和商品研究局，并更名为桥讯商品研究局(Bridge/CRB)。2001年9月7日，芝加哥最大的商品和期货数据供应商——芝加哥逻辑系统股份有限公司，从桥讯信息系统股份有限公司购买了CRB这部分机构，并恢复了商品研究局(CRB)的称号。从此以后，商品研究局(CRB)同时以纸版印刷和光盘两种形式为客户提供数据信息服务。2005年路透集团(Reuters)与Jefferies集团旗下的Jefferies

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融产品公司进行合作，调整了路透商品研究局(CRB)指数，并更名为(RJ/CRB)，经过调整的(RJ/CRB)指数更能反映商品期货市场迅猛发展的情况。纽约期货交易所(NYBOT)从2005年7月11日起推出了新的商品期货指数合约，该合约是在原有的路透CRB商品指数期货合约的基础上，经过重新调整后的商品指数期货合约。目前该指数在国内外市场中被广泛关注和应用。

附件：文华CRB延续指数与CRB－RJ指数的区别

(一)指数介绍

CRB延续指数是世界上最早设立的商品指数，它由美国商品研究局于1957年首次计算并于次年在商品研究局商品年鉴上刊登。由于半个世纪以来经济条件每时每刻都在发生深刻的变化，该指数已经不能完全适应于瞬息万变的市场现状，因此50年来该指数经历了十次修改。CRB延续指数经由分为6类的17种商品计算，1. 农作物：玉米、大豆、小麦。2. 能源：原油、热油、天然气。3. 工业：铜、棉。4. 家畜：活牛、活猪。5. 贵金属：黄金、铂、银。6. 软饮料：可可、咖啡、橙汁、糖。其中，每一类商品也有自己单独的指数，各种商品在CRB指数中所占的比重相同。

2005年CRB－RJ指数组成(表8)：

Group	商品	指数权重	合约月份	交易所
Group 1(油产品)	原油	23%	1－12月	NYMEX
	取暖油	5%	1－12月	NYMEX
	无铅汽油	5%	1－12月	NYMEX
	合计	33%		
Group 2(高流动性商品)	天然气	6%	1－12月	NYMEX
	玉米	6%	3、5、7、9、12	CBOT
	大豆	6%	1、3、5、7、11	CBOT
	活牛	6%	2、4、6、8、10、12	CME
	金	6%	2、4、6、8、12	COMEX
	铝	6%	3、6、9、12	LME
	铜	6%	3、5、7、9、12	COMEX
	合计	42%		

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

Group	商品	指数权重	合约月份	交易所
Group 3（流动性一般的商品）	白糖	5%	3、5、7、10	NYBOT
	棉花	5%	3、5、7、12	NYBOT
	可可	5%	3、5、7、9、12	NYBOT
	咖啡	5%	3、5、7、9、12	NYBOT
	合计	20%		
Group 4（有意义的分类商品）	银	1%	3、5、7、9、12	LME
	镍	1%	3、6、9、12	CBOT
	小麦	1%	3、5、6、7、8、10、12	CME
	瘦肉猪	1%	2、4、6、7、8、10、12	NYBOT
	橙汁	1%	1、3、5、7、9、11	COMEX
	合计	5%		

注：2006 年用乙醇汽油（RB）代替了无铅汽油，原因是 NYMEX 的无铅汽油（HU）期货合约在 2007 年 1 月将不再继续上市交易。RB 将作为 HU 在 JR－CRB 指数中计算的数据。2006 年 10 月无铅汽油合约价格结束在 JR－CRB 指数的计算。

（二）CRB－RJ 指数与 CRB 延续指数的主要区别

两个指数的主要区别主要体现在成分、权重、计算方法（略）等方面。

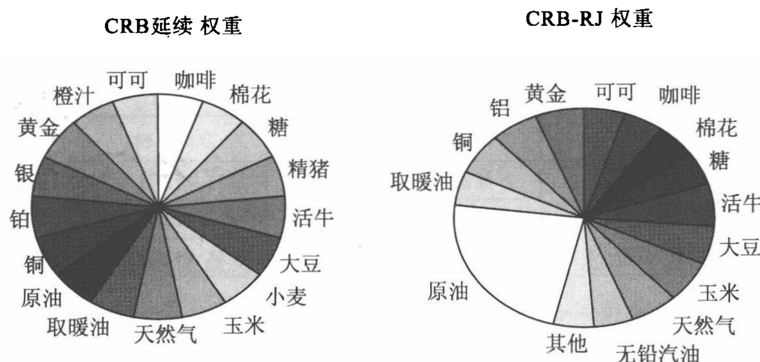


图 14　CRB－RJ 指数与 CRB 延续指数权重的区别

（三）CRB－RJ 指数较 CRB 延续指数的改进意义

CRB 延续指数在统计算术、几何平均值时，对所有商品都设有相同比例的权重，这显然不符合实际情况，完全没有考虑到商品不同时段的价值、供

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需失衡的影响以及不同商品对经济贡献大小等因素。另外，该指数也只是时间窗口上的简单移动，实时性比较差。因此这些缺陷和不足迫使它进行根本性改变。

新的 RJ/CRB 指数涵盖 19 种商品，贵金属的比重减小，而能源和基本金属比例则增加了。新指数各种构成商品权重也将每月调整一次，并根据近月合约的价格取值。权重的分配将考虑不同商品市场的相对重要性和流动性。而且 CRB – RJ 指数每月定期对商品权重进行的调整，有助于保持指数的稳定性、连续性及维持指数的基本组合，避免商品由于类别以及成分商品因为相关价格变动而出现的偏离。CRB – RJ 指数的出现提供了系统化和具有透明度的计算方法，快速及准确地反映了多种商品的分散化投资表现，目前很多投资、学术团体以及各国央行甚至著名的非政府机构都开始采用该指数作为商品价格水平变动的基准。

（JosephH. Zoller 文，吴守祥编译，2006 – 03 – 09《期货日报》，2008 年译者对背景资料进行增补。2003 年以后，每逢新品种上市，作者都围绕这些品种的特点进行大量推介和营销。如《PVC 品种特点及营销策略》，《钢材基础知识及营销指引》等，限于篇幅这里只挑选两篇加以说明。）

附文 4. 豆油期货投资价值分析

豆油期货是适合投机的小品种

根据国家粮油信息中心的数据，2004/2005 年度中国豆油的消费量 785 万吨，2005/2006 年度预计将达到 823 万吨。如果按照目前约 5000 元/吨的价格估计，豆油的市场规模在 400 亿左右。与其它品种相比，规模明显偏小。此外豆油还容易受到大豆供给和消费的季节性及不易储存等特点的影响，价格容易引起频繁、大幅波动。

从保证金水平看，CBOT 大豆、豆粕、豆油的初始保证金水平分别是 4.09%、4.02%、5.40%。说明 CBOT 对于豆油这一品种明显持有更加谨慎的态度，这一态度也同样反映在大豆对于两种加工产品的套利交易上，CBOT 规定的大豆/豆油套利保证金的豁免程度只有 50%，而大豆/豆粕套利保证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

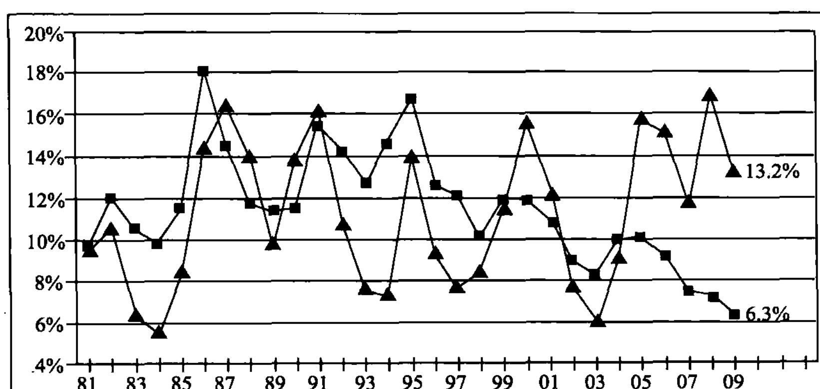


图 15　美国(13.2%)和世界(6.3%)豆油库存消费比

数据来源：美国农业部

金的豁免程度则达到了 65%。大商所设计的豆油期货合约的第一个涨跌停板为上一交易日结算价 4%，也从侧面反映出豆油期货的活跃特点。

在农产品中豆油属于经济敏感品种

众所周知，商品市场正上演着前所未有的超级大牛市。从原油系列，有色金属系列，黄金等贵金属系列，无不迭创新高或处于历史高位区。主要源于经济增长强劲，美元的贬值、全球低利率政策等等。在通胀预期和整个商品市场的牛市气氛感染下，许多分析师（甚至不乏投资大师）更看好今年的农产品市场，理由是大多数农产品处于历史偏低的价位。笔者认为，容易发生多头行情的，具有两大特点，第一是中国净进口的商品，第二是对经济、金融敏感的商品。

国家统计局的统计数据表明，中国城乡居民对于豆油的消费量随着 GDP 的增长不断增加。而且城乡的消费量与中国城市化、工业化的进程同步放大。预计到 2015 年，中国豆油的人均食用消费量将达到 9.7 公斤，较 2005 年增长 71%，年均增长率为 5.5%。预计 2006—2015 年中国豆油的进口量将保持年均 6.4% 的速度，到 2015 年时进口量预计达到 465 万吨，较 2005 年增长 86%。进口豆油量占当年豆油消费量的比重将逐年提高，预计 2015 年时的比重将达到 32.2%。在整体农产品对经济、金融反应迟钝的前提下，豆油属于农产品中相对敏感的品种，而且需要大量进口，具备发动大涨的基础条件。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"生物柴油"概念是投机炒作的好题材

最近几年由于能源安全问题的日益突出，原油价格的高企，导致替代能源的研究和开发正如火如荼地开展。玉米、白糖等价格首当其冲地被影响，而作为生物柴油主要原料的豆油、菜籽油等价格也理所当然的得到带动。全球各个国家和地区从自身的能源安全和利益出发，从2003年起加快生物燃料的政策引导，出台了一系列针对生物燃料发展的财政、税收优惠政策，使得生物燃料投资和生产得以迅速发展。随着原油这一不可再生资源的日益减少，生物能源概念已经深入人心，而作为生物能源的主要原材料植物油来说，原油价格的涨跌对植物油市场的引导作用日趋明显。若未来原油价格再度大幅上涨，将大大提高植物油的需求预期，植物油市场价格也将会跟随原油一路冲高。

通过原油和豆油的叠加图可以清晰看出，07年之前原油和豆油几乎没有什么相关性，而07年以后，相关性明显加强。这容易理解，因为原油价格在07年突破80美元一桶以后，极大地刺激了替代能源的发展，其中对于燃料乙醇和生物柴油的生产力度不断加大。那么08年下半年原油价格的大幅下跌，对于豆油库存的提高起到什么样的作用呢？

从图17看，美国豆油消费在短暂小幅的影响后，又开始恢复。

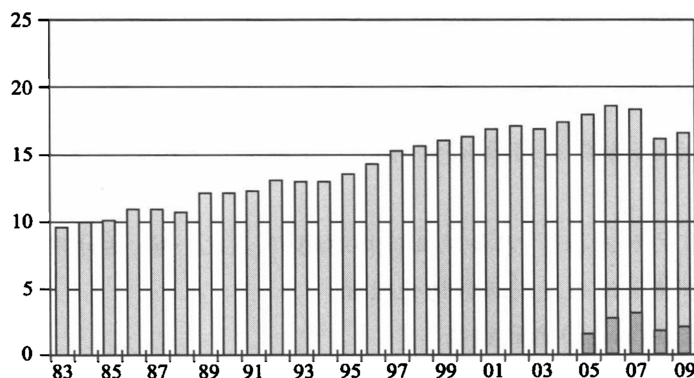


图16 美国用于生物柴油的豆油消费(年度)对比

数据来源：USDA

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

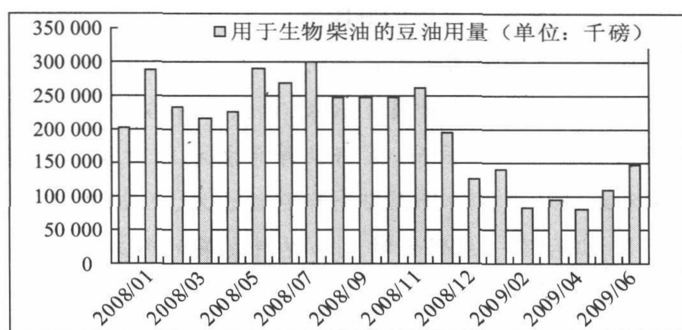


图 17　美国用于生物柴油的豆油消费量（月度，08 年 1 月至 09 年 7 月）

数据来源：宏源期货研究中心

看来即使在 30 多美元一桶的时候，也有豆油被制成生物柴油，原因可能来自于政府的补贴及豆油价格的低廉。

按照"美国 2007 新能源法案"的要求，2009 年美国生物柴油用量须达 166 万吨，2012 年达 332 万吨，如果按 80% 的生物柴油以豆油为原料测算，2012 年美国生物柴油对豆油的需求量达 272 万吨。为鼓励使用生物柴油，巴西规定从 08 年开始柴油中必须添加 2% 的生物柴油，到 2010 年提高到 5%（则每年需要 200 万立方米的生物柴油，大约相当于 1100 万吨的大豆；作为全球最大的大豆出口国之一，巴西每年向国际市场出口大豆 2000 万吨以上，如果其国内需求大幅增加，则对国际市场的供应势必减少）。根据阿根廷农业部的预计，2008 年生物柴油产量达到 150 万吨；阿根廷生物柴油协会则预计 2010 年生物柴油产量将会达到 220 万吨，到 2012 年用于生物柴油的豆油量将达 126 万吨，占到全国总产量的 14% 以上。

根据有关数据推算，只要原油价格站稳 70 美元一桶，估计用于生物柴油的豆油需求将迅速恢复到正常均值附近。

大豆提油（crush）套利组合

关于豆油的行情研判，有时难以得出一个明确的方向。但是包括期现套利、跨期套利、跨品种套利等机会将会浮现。由于市场对于新品种的认识有一过程，特别是在交割以及合约间价差的形成等方面缺乏经验、存在分歧，这就为期现套利、跨期套利者提供了极大的机会。由于大豆与豆粕、豆油之间存在着（USDA2002 年统计结果）"100% 大豆 = 18% 豆油 + 78% 豆粕

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

+4%损耗”的关系，三者之间存在着良好的三角套利关系。大豆价格+加工费用+压榨利润=豆粕价格×0.785+豆油价格×0.16(中国南方几家油厂的压榨统计)是成熟的套利模型。在国际期市上，大豆、豆粕和豆油期货及其期货期权组成了大豆完整的套利品种体系，期市的功能得到充分发挥，为大豆产业的发展发挥了积极作用。大商所推出豆油期货合约对于跨品种套利者而言，形成国内第一个成体系的期货品种系列，无疑会增加投资机会。

(本文根据2006年1月6日作者在大连商品交易所举办的豆油期货推介报告会上的演讲稿改编，2009年11月15日对部分数据进行增补。)

附文5　股指期货潜在客户及营销策略

一、股指期货潜在客户分析

1. 公募基金

证券市场上，机构投资者持有的流通股已经超过个人投资者。中国证监会《证券投资基金从事股指期货交易指引》规定：“基金投资股指期货以套期保值为主要目的，股票型基金、混合型基金、及保本基金可以投资于股指期货；债券型基金、货币市场基金不得投资于股指期货。(1)基金在任何交易日日终，持有的买入股指期货合约价值，不得超过基金资产净值的10%。(2)基金在任何交易日日终，持有的卖出期货合约价值不得超过基金持有的股票总市值的20%。”

按照基金合同的规定，基金分三类：一是明确提出可以投资股指期货等衍生品；二是投资范围仅限于股票、债券等，不含股指期货等衍生品；三是投资范围界定为股票、债券以及法律法规和证监会允许基金投资(批准)的其他证券品种/金融工具/投资品种。

据统计，2009年底，股票型、混合型和保本型基金合计资产净值为23298.68亿元，按照10%的上限估算多头头寸合约价值为2300亿元左右，按照20%的保证金计算，对应保证金额460亿元。2010年第一季偏股型基金市值大约1.4万亿，按照20%的上限和20%的保证金计算，最多560亿元的保证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金。不管按照何种方法估算，总计对应期货保证金额不超过500亿元。

综合各种因素，我们估计公募基金初期（半年内）参与股指期货交易的保证金大致为150亿元左右。

2. 私募基金

私募基金对风险的偏好程度差异较大，交易方式以投机为主，套利、套保为辅，管理层对私募基金参与股指期货没有限制性规定，他们应该是目前情况下参与股指期货的理想客户。

预计私募基金持有的流通股市值大约1.2万亿元，其参与股指期货交易的潜在保证金大致为500亿元左右。私募基金一般不张扬，频繁曝光的证券私募基金，往往着重于自身的营销。了解情况后，选择营销投机、套利等策略的优势、特点等。以各类投资公司、投资管理公司、资产管理公司、投资咨询公司（具体看情况）、投资顾问公司等为主，PE和VC其次。

3. 证券公司及其他机构投资者

中国证监会《证券公司参与股指期货指引》规定：券商自营业务参与股指期货以套期保值为目的。资产管理业务参与股指期货交易，可根据不同交易类型，在审慎评估客户风险承受能力的情况下，按照客户的不同需求，参与不同目的的股指期货交易。集合资产管理业务参与股指期货交易的，要求集合计划在任意时点，持有的买入股指期货合约价值不得超过集合计划资产净值的10%，持有的卖出股指期货合约价值不能超过集合计划持有的权益类证券市值的20%。券商等持有的股票流通股市值大约3000亿元。参与方式：套保为主，投机、套利为辅。券商一般都有自己关联的期货公司，券商等机构暂不是我们股指期货的开发重点，预计其参与的保证金大致为70亿元左右。

社保和保险公司（两者相加约2500亿元市值）、QFII（1000亿元市值，合约价值不超过获批额度的10%）等特殊法人和一般法人投资者，风险厌恶型，主要是以套利、套保为主，预计其参与股指的保证金大致为130亿元左右。

4. 个人证券投资者

从交易方式上看，以投机交易为主。

从入市资金规模上看，每户5万，预计个人投资者持有的流通股市值大约3万亿元。从账户数量上看，在股票市场大约6000万个人投资者中，50

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

万以上的账户约3%，即约180万。而预计从事股指期货交易的人数大约为其中的10%，即约18万人。其参与股指期货交易的保证金大致为18万 * 50万 =900亿元左右。考虑到入市门槛和参与商品期货的潜力，短期目标客户锁定中、大户。

5. 期货(商品)市场投资者

目前商品期货市场开户数大约100万，保证金存量1000亿元左右。估计先期有3%左右的人参与股指期货，即大致3万人。

从入市资金规模上看，预计商品期货市场投资者参与股指期货交易的保证金大致为200亿元左右。

二、证券机构和大户的避险需求分析

主要避险需求：

1. 基金等理财机构（仓大，不能快速脱身；新发基金的快速建仓）
2. 股改或IPO限售股东(“大小非”急需套现，但时间未到)
3. 控制权或者特别有信心的重要股东(增持、回购等，股票可以卖，但不愿意卖)

其它避险需求：

4. 机构网下配售新股(在持有期限内)；
5. 个股庄家(仓位大，不能快速脱身)
6. 个股停牌(想卖卖不了)开股东会等停牌；
7. 当天买进(受T+1限制)
8. 红利送股、配股、增发(上市前)
9. 可转换债券（有转股溢价后）
10. IPO的上市时机的把握

针对相关性高的股票，可以通过股指期货，或融资融券保值，规避系统风险。

三、中金所投资者适当性制度

期货公司除按要求对投资者进行审核外，还应当按照交易所制定的投资者适当性制度操作指引，对投资者的基本情况、财务状况、诚信状况和相关投资经历等进行综合评估，不得为综合评估低于规定标准的投资者申请开立股指期货交易编码。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四、目标客户与市场份额

综合前面的分析，当前潜在的目标客户群在于私募基金和个人中、大客户。

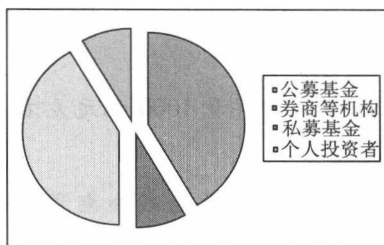


图 18　证券市场份额

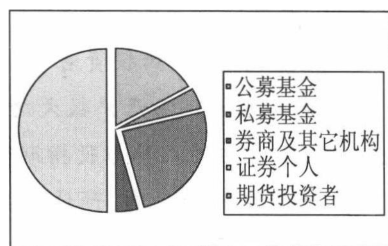


图 19　股指期货份额

通过对国际市场份额的演变过程分析，在沪深 300 股指期货上市初期，预计私募基金和个人投资者为合计占市场交易量的 80% 左右。随后逐步下降到 55% 左右，证券投资基金、证券公司和其他机构投资者的占比分别从 5%、10% 和 5% 均上升到 15% 左右。

五、股指期货营销策略

1. 股指期货整体营销战略

将适当的产品卖给适当的人。既要将客户开发进来，又不能让期货公司担不必要的责任，营销是个技术活。

机构应从战略高度组织和协同，如策划股指期货仿真交易大赛，举办大型主题报告会、培训班，主流媒体发表股指期货的相关评论、研究报告，必要的广告投入（联合举办会议及会议赞助等）和规范、精美的印刷品、光盘等。

部门的营销，特别对于证券机构的营销，要善于利用机构、部门的整体实力，避免单打独斗式的业务开发。要加强期货基础知识的学习，必要时获得相关资格证书，提高营销效率，突出公司品牌优势。

营销策略上要突出品牌优势、资本实力和研究实力：如中国金融期货交易所的交易结算会员，中国期货业协会理事单位，具有提供 IB 业务服务的资格。广聚股指期货人才，为投资者提供基础知识和投资技巧培训，深度研究报告，风险敞口和收益的分析评估，构建跨市场投资组合，提供套保、套利方案设计，程式化交易系统等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 一般个人证券投资者营销策略

股指期货可以不参与，但不能不了解。可以利用期货价格信号，投资股票或者赚取价差等。具备资金实力（如50万元以上）的股票（基金）投资者，介绍股指期货避免选股的烦恼，T+0，保证金杠杆和做空机制，流动性大，不宜被操纵。实力权证投资者，讲解股指期货避免“赚了指数不赚钱”，保证金杠杆和做空机制，流动性大，不宜被操纵。

3. 股指期货营销技巧

1）要快速进入私募基金和中大户圈子，通过证券营业部客户经理和股票经纪人是关键。

2）要善于将话题切入到大家共同关心和自己擅长的。

共同的话题比如，股市与期市的联动，股指期货上市对市场走势的影响，股指期货上市对交易行为的影响，利用股指期货的如何套利、套保等。比如，中国石油与WTI原油叠加图，宝钢股份与沪螺纹钢叠加图，LME三月铜（期货）和江西铜业（股票）对比图等。

A）股指期货上市对指数的影响

从美国、英国等七个海外市场的股指期货上市的实践来看，“上市前涨，上市后跌，长期趋势不改变”，似乎是一个一般的结论。强调股指期货只是一个工具，不改变市场本身的运行趋势，消除一些股民对于股指期货就是做空工具的误解。

做股票就是做未来，股市投资者都是看好经济，对中国经济有信心，温和通胀是多头的好朋友。

B）成分股和封基受重视

为了控制局面，机构加大成份股的吸纳，成分股活跃度加大。沪深300指数以分级靠档后的自由流通股本为权重。同样的推理，其中封基应该受到关注。（截至2009年12月30日）

表9　　上证指数和沪深300指数权重股

上证指数	所占权重	沪深300指数	所占权重
中国石油	12.38%	招商银行	3.51%
工商银行	7.51%	中国平安	3.01%
中国石化	4.82%	交通银行	2.85%
中国银行	4.15%	民生银行	2.68%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

上证指数	所占权重	沪深300指数	所占权重
中国人寿	3.55%	兴业银行	2.46%
中国神华	3.26%	中信证券	2.4%
交通银行	1.68%	浦发银行	2.15%
中国平安	1.53%	中国神华	2.14%
招商银行	1.53%	万科A	2.06%
浦发银行	1.09%	工商银行	1.44%

C)特殊权重股对市场的影响

由于权重相对较为分散，沪深300指数具有良好的抗操纵性，但要注意特殊蓝筹股对指数的影响——中国石油（A股总股本为1619.22亿股，总市值2.236万亿，占上证指数12.38%）。

同时，有了股指期货，解禁的压力可能提前消化。中国股市政策市、国有股占比大、非全流通等特征会否改变，利空转利多。

金融期货时代来临，让我们共同把握！

（本文节选自作者在股指期货上市前，为期货公司内部员工培训的演讲稿。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

| 第三章 |

CTA 的分析方法

本章讲述CTA分析市场的方法，主要有基本分析法、技术分析法、博弈论、行为金融理论和金融工程等。重点阐述基本分析法和技术分析法的优缺点及应用。

分析预测的重点是未来，而不是对过去发生事件的罗列。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场走向能否预测，这是个有争议的问题。有效市场理论把市场的效率与价格包含的信息对应起来：如果市场是弱式有效的，则价格包含了其历史价格信息，试图通过技术分析法来获得超额收益是徒劳的；如果市场是半强式有效的，则价格包含了其所有公开信息，试图通过基本分析法来获得超额收益是徒劳的；如果市场是强式有效的，则价格包含了其所有公开和非公开的信息，试图通过内幕交易来获得超额收益也是徒劳的。

不过，投资界的传统则是孜孜不倦地寻求各种战胜市场、获得超额收益的方法，并形成了基本分析和技术分析两大流派。

应该明确的是，学术界所探讨的是完美市场，其结论是建立在诸如投资者掌握相同的信息、对信息有相同的分析和判断能力、投资者都是理性的等一系列严格假定基础上，当现实世界与这些假定前提条件不相符合时，则分析、预测市场走向的方法就当然有其价值。

第一节　基本分析法要点

一、基本分析法的概念

含义：通过分析期货商品和金融产品的供求状况及其影响因素来预测期货价格变化趋势的方法，并据此提出投资建议。

一般地说，在期货市场，决定商品价格的有三大因素，即价值、供求和投机力量。在崇尚“价值投资”理念和关注“流动性”的今天，市场出现了倡导价值、供求并重，并且特别注意投机力量取向的角度来研究基本面的风格和理念。

二、基本分析法的特点

1. 分析价格变动的长期趋势

期货交易者利用基本分析法主要分析的是期货市场的长期价格走势，即所谓大势，并以此为依据长期持有合约，不必注意日常价格的反复波动而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

频繁改变持仓方向。

2. 研究的是价格变动的根本原因

相对技术分析法而言，基本分析法更关注期货市场价格变动的根本原因，它通过分析一些能实质性影响期货市场价格的因素来判断期货市场价格的走势。

3. 主要分析的是宏观因素

基本分析法分析的是一些较为宏观性的因素，比如总供给与总需求的变动，国际国内的经济形势，自然因素和政策因素等。

三、基本分析法研究体系的建立

对期货投资者来说，能否进行准确的分析，建立自己的分析体系很重要。如何建立自己的分析体系，因人而异。笔者以为，首先，必须获得充分的相关信息、数据作为分析的依据。主要信息收集途径有：

(1)政府及民间组织的官方网站、数据服务商提供的资讯系统、大众新闻媒介(网络媒体)

(2)期货公司、证券公司等咨询机构和期货交易所的报告、公告等

(3)金融性期刊及报纸

(4)政府颁布的相关文件

(5)一般期刊和行业期刊

(6)有关金融投资的书籍

(7)与相关产业、行业建立的信息交流渠道

其次，需要对影响商品及金融产品的因素进行分析，找出主要的矛盾，进行重点分析。

1. 一般商品期货价格的影响因素

(1)商品的价值构成。包括商品自身的生产成本，期货交易过程中发生的费用，期货商品的流通费用，预期收益及通胀水平等。

(2)商品基本供求变化。包括商品的产销量、进出口量、库存量等。期货价格易受市场供求关系的影响。所以应关注交易商品的结转库存量、产情报告、气候、经济状况，其它如替代品的供求状况、全球性竞争因素等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（3）经济周期变化。在期货市场上，价格特别是能源化工、有色金属等工业原料价格易受经济周期的影响。

（4）经济金融政策变动。各国政府制定的某些经济政策和措施会对期货市场价格带来不同程度的影响。

（5）政治及安全事件。期货市场对政治气候的变化非常敏感，各种政治、军事、安全事件的发生常常对价格造成较大程度的影响。

（6）季节性因素。许多期货商品，尤其是农产品有明显的季节性，价格亦随季节变化而波动。某些工业品也有不太明显的生产或销售淡季、旺季等。

（7）自然因素。除了地震、海啸、火灾、水灾、旱灾外，还有台风，病虫害，疯牛病、口蹄疫、禽流感等影响价格的因素。

（8）心理及人为因素。心理预期，就是交易者对市场的信心程度，也称“人气”。如对某商品看好时，即使无任何利好消息，价格也会上涨；而当看淡时，无任何利淡消息，价格也会下跌。如一些大投机商们还经常利用人们的心理因素，散布某些消息，并人为地进行投机性的大量抛售或补进，以影响期货价格。

2. 股指期货价格的影响因素

股票指数是用来反映样本股票整体价格变动情况的指标，而股指价格的预测十分复杂，这主要是因为影响因素众多，使得股票指数的走势存在很大的不确定性。影响股票指数波动的主要因素有：

（1）宏观经济及企业运行状况

一般来说，在宏观经济运行良好的条件下，股票价格指数会呈现不断攀升的趋势；在宏观经济运行恶化的背景下，股票价格指数往往呈现出下滑的态势。同时，企业的生产经营状况与股票价格指数也密切相关，当企业经营效益普遍不断提高时，会推动股票价格指数上升，反之，则会导致股票价格指数的下跌。这就是通常所说的股市是“经济晴雨表”。

中国的股票市场已经诞生20年，在这一过程中，中国经济基本保持持续较快的发展。但是中国股市自2001到2005年处于萧条期，有不少人据此认为，中国的股市与经济没有关系，并且产生了许多的理论解释。2005年下半年以来指数的起起落落逐渐地改变了人们的看法。随着机制、体制的完善和市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场的逐渐成熟,相信中国股市作为“经济晴雨表”的功能也会越来越突出。

传统的周期理论认为,股票价格的变动,一般是与经济周期相契合。现代资本主义国家的经济周期已经不像以往那样明显,而中国这样的新兴加转轨市场发展也有其新特点,投资者要注意区别和把握。

(2)金融政策和产业政策

货币政策按照调节货币供应量的程度分为紧缩性的货币政策和扩张性的货币政策。在实行紧缩性的货币政策时,货币供给减少,利率上升,对股价形成向下压力,而实行扩张性的货币政策意味着货币供给增加和利率下调,使股价水平趋于上升。人民银行货币政策工具主要有:调整利率、调整存款准备金率、公开市场业务等。

财政政策根据其对经济运行的作用分为扩张性的财政政策和紧缩性财政政策。财政收入和支出政策主要有:国家预算、税收、国债等。

(3)资金供求状况

当一定时期市场资金比较充裕时,股票市场的购买力比较旺盛,会推动股指上升,否则,会促使股指下跌。比如目前国内大量的外汇储备,加之热钱涌入,导致货币供给量增加,通常会导致股指价格上涨。当然,资金过于充裕,也可能引发通货膨胀。

(4)资金成本与通胀预期

通常来讲,利率水平越高,股票价格指数会越低。反之,利率水平越低,股票指数就会越高。在世界经济发展过程中,各国的通货膨胀、货币汇价以及利率的上下波动,已成为经济生活中的普遍现象,对期货市场带来了日益明显的影响。但金融危机爆发前的几年,西方国家往往在银行利率上升时,股票市场依然活跃。

由货币供应量不断增大而导致的通货膨胀,在一定限度内对生产有刺激作用。在银行利率不随物价同比例上升的条件下,人们为了保值,将不再热心于存款,而转向投资股票。但是,如果通货膨胀上升过猛,甚至超过两位数,那么将造成人们实际收入下降和市场需求不足,加剧生产过剩,导致经济危机,最终使股指下跌。

(5)法规及交易规则

股指的波动虽然与宏观经济的变动紧密相关,但也与编制方法存在一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定的联系，特别是成分指数的变动与所选择的样本公司关系十分密切。根据沪深300指数编制原则，成分股原则上每半年调整一次，一般为1月初和7月初实施调整，调整方案提前两周公布。当成分股进行分红派息等活动时，指数不进行人为调整，任其自然回落。因此在年报中报集中公布期或者一些权重比较大的股票如工商银行、宝钢等在分红派息时会对股指产生影响。一些个股在指数中所占权重较大，当其经营状况发生变化时，价格可能出现异动，也会影响股指走势。

(6)国际市场状况

在经济全球化的今天，一国的经济也会受到国际经济的影响。尤其在我国，对外贸易额在改革开放以来快速增长，对外贸易仍是影响我国经济发展的重要因素，因此分析我国的股指期货走势，也必须关注世界经济的整体形势。比如，关注道琼斯指数、恒生指数、日经225指数等。当然，随着中国经济的发展，人民币的缓慢升值，沪深300指数走势的独立性也会越来越明显。

(7)估值水平

(8)心理及人为因素

以上是一些常见的影响因素。事实上，许多因素通常是相互交织甚至是相互抵触的。这就需要运用基本分析法，把握主要矛盾和矛盾的主要方面，综合分析才能揭示未来指数的发展方向。

即便我们运用基本分析法准确判断市场未来大的趋势，也未必就能获利。原因是期货交易要求精准，具体的进出点位很重要，而基本分析法往往无法提供。期货的杠杆效应会在“回调”或“反弹”中将你淘汰出局，因此学习技术分析法和交易策略等至关重要。

第二节　技术分析法要点

技术分析是运用一定的数理工具，结合经验观察，直接对行为本身（如成交量、持仓量、均线、图形、指标等）的进行分析，以此归纳出一些典型的规律，并据此预测价格的变动趋势，作出投资建议。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一、技术分析的三大假设

技术分析的理论基础是基于以下三项合理的市场假设：

1. 市场行为反映一切。这一条假设是进行技术分析的基础。技术分析者认为，市场的投资者在决定交易行为时，已经仔细地考虑了影响市场价格的各项因素。因此，只要研究市场交易行为本身就能了解目前的市场状况，而无需关心背后的影响因素。

2. 价格沿趋势运动。这是进行技术分析最根本、核心的理念。趋势是技术分析上的一个重要的观念。根据物理学上的动力法则，趋势的运行将会继续，直到有反转的现象产生为止。事实上，价格虽上下波动，但终究是朝一定的方向前进的，因此技术分析法希望利用指标或图形分析，尽早确定目前的价格趋势及发现反转的讯号，以把握时机进行交易并获利。

"顺势而为"是期货市场上的一条名言，如果价格没有调头的内部和外部因素，没有必要逆大势而为。

3. 历史会重演。这是从人的心理因素方面考虑的。市场上参与买卖的是人，人决定最终的操作行为。人必然要受到心理学中某些规律的制约。一个人在某一场合，得到一种结果。那么，下一次碰到相同或相似的场合，这个人就认为会得到相同或相似的结果。期货投资无非是一个追求利润的行为，不论是昨天、今天或明天，这个动机都不会改变。因此在这种心理状态下，人类的交易行为将趋于一定的模式，而导致历史重演。过去价格的变动方式，在未来可能不断发生，值得人们利用统计分析的方法，发现一些图形和指标的规律，整理一套有效的操作策略。

二、技术分析法的特点

1. 量化指标特性：技术分析提供的量化指标，可以指示出行情转折之所在。

2. 趋势追逐特性：技术分析告诉人们如何去追逐趋势，并非是创造趋势或引导趋势。

3. 技术分析直观现实：技术分析所提供的图表，是历史轨迹的记录，无虚假与臆断之弊端。因此技术分析首先是进行图表的制作，进而进行趋势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分析，再作判断。

三、技术分析具体手段

谈到技术分析的具体手段有许多，主要有：1. 量价分析 2. 趋势线、均线分析 3 . K 线及 K 线组合分析 4. 形态分析 5. 指标分析 6. 波浪分析等。技术分析的基础建议参考《期货市场技术分析》一书，注意期货市场的技术分析与股市的技术分析稍有不同，比如股市中实际没有持仓量的概念。

第三节　基本分析法和技术分析法比较

第一个层次为市场（期货）信息，即市场数据。在期货交易中，主要指期货市场自身的数据，如成交价格、成交量及持仓量等。这一层次的信息就是技术分析派用来预测未来市场价格的信息。

第二个层次为公共信息，是指市场数据及公开的非市场数据。其中市场信息就是第一个层次的内容。公开的非市场数据是指来自期货市场之外，但与期货交易品种有关的信息。比如该品种的总体供求信息及众多影响因素的信息。基本面分析运用的数据主要是来自期货市场之外的信息。基本面分析派人士就是依据这些公开的非市场数据来预测未来市场价格的。

基本分析法进入门槛高，可靠性稍高，适合于套期保值者，信息收集和研究能力强的战略投资者，但也要看市场的成熟度和透明度。

技术分析法进入门槛低，但由于经验成分较重，可靠性稍差，更适合于中小投资者的中短线投资。

第四节　期货中的博弈论

青蛙和蝎子的寓言故事：一只蝎子想过河，但它不会游泳。于是它对青蛙说，你背我过河吧！青蛙回答到，我背你过河的途中你会蛰我！蝎子说，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不会的,那样我们会一起淹死。青蛙觉得蝎子的话有道理,于是就背起蝎子下了水,正当青蛙拼命游向对岸时,却发觉背上阵阵的剧痛,青蛙意识到是蝎子蛰了它。它痛苦地问蝎子,你不是说不会蛰我吗?这样我们会一起淹死的!蝎子悠悠地说,对不起,我控制不了自己,这是我的本性!

博弈论专家认为,在这场博弈中,因为青蛙不知道蝎子从蛰它而获得的满足甚于死掉的代价,青蛙不知道蝎子的收益,而犯了致命的错误。

期货交易的实质是标准化合约买卖的竞争博弈或零和博弈,考虑手续费应该是负和博弈。持仓量是由多空双方各一半组成的,多仓和空仓的总量是绝对相等的,每次交易的盈亏也是对等的,因此,期货市场是零和博弈。

两个人,A 和 B 对弈,总会有一个赢,一个输,如果我们把获胜计算为得 1 分,而失利计算为 -1 分。那么,若 A 获胜次数为 N,B 的失败次数必然也为 N。若 A 失败的次数为 M,则 B 获胜的次数必然为 M。这样,A 的总分为 (N-M),B 的总分为(M-N),显然 $(N-M)+(M-N)=0$,这就是零和博弈的数学表达式。

我和证券的朋友探讨过,他们认为,二级市场的股票博弈也是零和博弈。我不同意这种看法,因为许多股票有分红。可他们辩称,分红没有什么意思,一旦除权,价格就跌下来了,分红还得交税。你如何看这个问题?

多空博弈,职业投机者与产业保值者的博弈,专业投资者与业余投资者的博弈,机构与散户的博弈,价值投资者与价格投机者的博弈。

存在纳什均衡是令人愉快的事,但是市场可能存在多个纳什均衡,也可能不存在纳什均衡,但混合策略纳什均衡总是存在的。迄今为止,我们一直认为每个市场参与人都在断然选择自己的策略。期货的交易是双向获利的机制,不像股票只有靠上涨才获利,下跌时,博弈各方都是亏损的。因而那些已经习惯于证券市场上"买入并持有"策略理念的期货投资者初入者,往往更爱做多;而在股指期货市场初期,受"套期保值为目的"限制的公募基金往往更倾向于做空。

例如,2005 年,在流通股股东与非流通股股东的博弈中,他们有点类似囚徒困境中的两个"囚犯",他们最好的策略就是选择相互"抵赖",即不进行股权分置改革。政府后来采用的政策是,由博弈双方进行补偿"合作"谈判,根据对股改方案讨价还价的博弈机制,通过奖惩等制度安排,限期进行股权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分置改革，实现全流通。

市场大多数情况下是主力机构和散户的多空博弈，机构最好的策略是随机地选择自己的策略，即不偏好于做多或做空。但是实验结果表明，试图真正随机行动的人们往往过于频繁的变招。机构倒是时常会选择利用“利空消息时做多”，或者“利多消息时做空”的进、出场策略。

第五节　行为金融理论与投资管理实践

现代金融理论是建立在资本资产定价模型（CAPM）和有效市场假说（EMH）两大基石上的，其模型局限在“理性”的分析框架中，忽视了对投资者实际决策行为的分析。随着金融市场上各种异常现象的累积，模型和实际的背离使得现代金融理论的理性分析陷入了尴尬境地。在此背景下，20世纪80年代行为金融理论悄然兴起并开始动摇了CAPM和EMH的权威地位。行为金融理论在博弈论和实验经济学被主流经济学接纳之际，对人类个体和群体心理与行为研究的日益重视，促成了传统的力学研究范式向以生命为中心的非线性复杂范式的转换，使得我们看到了金融理论与投资实践的沟壑有了弥合的可能。行为金融理论的独特视角，其应用日益引人注目。

（一）主要理论基础

1. 期望理论。期望理论是行为金融理论的重要基础。Kahneman 和 Tversky（1979）通过实验对比发现，大多数投资者并非是标准金融投资者而是行为投资者，他们的行为不总是理性的，也并不总是风险回避的。期望理论认为投资者对收益的效用函数是凹函数，而对损失的效用函数是凸函数，表现为投资者在投资账面值损失时更加厌恶风险，而在投资账面值盈利时，随着收益的增加，其满足程度速度减缓。期望理论成为行为金融研究中的代表学说，利用期望理论解释了不少金融市场中的异常现象：如阿莱悖论、股价溢价之谜（equity premium puzzle）以及期权微笑（option smile）等。

人们一旦购买了某只股票，实际支付的费用就已经“沉没”，未来的行为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不应该受到沉没成本的影响。然而现实中,人们往往关心自己的股票的进价或期货的持仓价位。调查发现,购买自住房屋的人比专门投资房屋的人更容易受到沉没成本的影响。相似地,金融投资专家很少不愿意承认自己在投资中的损失。我们雇佣专业咨询专家的理由之一,就是希望获得决策的无偏见分析。

2. 行为组合理论(Behavioral Portfolio Theory,BPT)和行为资产定价模型(Behavioral Asset Pricing Model,BAPM)。一些行为金融理论研究者认为将行为金融理论与现代金融理论完全对立起来并不恰当。将二者结合起来,对现代金融理论进行完善,正成为这些研究者的研究方向。在这方面,Statman 和 Shefrin 提出的 BPT 和 BAPM 引起金融界的注意。BPT 是在现代资产组合理论(MAPT)的基础上发展起来的。MAPT 认为投资者应该把注意力集中在整个组合,最优的组合配置处在均值方差有效前沿上。BPT 认为现实中的投资者无法做到这一点,他们实际构建的资产组合是基于对不同资产的风险程度的认识以及投资目的所形成的一种金字塔式的行为资产组合,位于金字塔各层的资产都与特定的目标和风险态度相联系,而各层之间的相关性被忽略了。BAPM 是对现代资本资产定价模型的扩展。与 CAPM 不同,BAPM 中的投资者被分为两类:信息交易者和噪声交易者。信息交易者是严格按 CAPM 行事的理性交易者,不会出现系统偏差;噪声交易者则不按 CAPM 行事,会犯各种认知偏差错误。两类交易者互相影响共同决定资产价格。事实上,在 BAPM 中,资本市场组合的问题仍然存在,因为均值方差有效组合会随时间而改变。

(二)投资行为模型

1. BSV 模型(Barberis,Shlefferand Vishny,1998)。BSV 模型认为,人们进行投资决策时存在两种错误范式:其一是选择性偏差(representative bias),如投资者过分重视近期数据的变化模式,而对产生这些数据的总体特征重视不够。另一种是保守性偏差(conservation),投资者不能及时根据变化了的情况修正预测模型。这两种偏差常常导致投资者产生两种错误决策:反应不足(under - reaction)和反应过度(over - reaction)。BSV 模型是从这两种偏差出发,解释投资者决策模型如何导致市场价格变化偏离效率市场假

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说的。反应过度和反应不足是投资者对市场信息反应的两种情况。投资者在投资决策过程中，涉及与统计有关的投资行为时，人的心理会出现扭曲推理的过程。事件的典型性将导致反应过度，而“锚定”将引起反应不足。事件的典型性是指人们通常将事情快速地分类处理，人的大脑通常将某些表面上具有相同特征而实质内容不同的东西归为一类。当事件的典型性帮助人组织和处理大量的数据、资料的时候，就会引起投资者对某些旧的信息的过度反应。

比如，在大连大豆市场上，从历史数据中分析季节性因素，大豆有所谓“多头合约”和“空头合约”之分。再根据“老合约运行终止，最后往往都是跌”的经验（如 S211 和 S301），结合当时要推出黄大豆新合约的实际，得出“期价最终应是跌”的结论。但当基本面有较大变化的时候，人们往往会由于对上述概念反应过度而忽略基本面的新变化，从而产生价格的失真（如对 S211 和 S301 价格的长期压制上）。但是，并不是说投资者不会改变他们的观点，随着时间的推移，基本面的这种变化持续下去，投资者将最终改变错误的观点。

“锚定”就是指人的大脑在解决复杂问题时往往选择一个初始参考点，然后根据获得的附加信息逐步修正答案的特性。“锚定”往往导致投资者对新的、正面的信息反应不足。比如一个训练有素的推销员同买家的谈判总是从最高价开始的，然后把价格慢慢地逐步降低。推销员的目标是把买家“锚定”在较高的价位上。

在期货市场中“锚定”经常导致期货价格的暂时性失真。例如，突然基本面有实质性的变化（如 2002 年初的转基因政策的宣布），但是价格并没有很快上涨到该利多因素所应该带来的幅度。投资者误认为这种利多是暂时的、局部的，并不能起实质的影响。实际上，投资者把价格“锚定”在较低的水平，投资者对利好消息对期货价格的影响“抛锚”了。

2. DHS 模型（Daniel，Hirsheifer and Subramanyam，1998）。该模型将投资者分为有信息和无信息两类。无信息的投资者不存在判断偏差，有信息的投资者存在着过度自信和对自己所掌握的信息过分偏爱（serf – contribution）两种判断偏差。价格由有信息的投资者决定。

过度自信导致投资者夸大自己对商品价格判断的准确性，低估市场风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险，进行过度交易；而对自己所掌握的信息过分偏爱则使投资者过分偏爱自己所占有的私人信息，低估关于商品价格的公开信息。对个人信息的反应过度和对公共信息的反应不足，就会导致商品价格短期的反应过度和长期的连续调整。

当人们面对不确定时，无法作出适当的权衡，更容易出现行为认知偏差。人们往往认为近期发生的事件、最新的经验或熟悉的东西更有把握，而选择它们，对不熟悉的行业、品种则敬而远之。如投资者总是对最近发生的事记忆犹新，人们总是对经常看的品种进行投资，并认为这些品种风险较小。人们还有“回避损失”的表现：当面对同样数量的收益和损失时，感到损失的数量更加令他们难以接受。这就是投资者在获得收益时会马上平仓，而在损失时会继续持仓的解释。人并不是一成不变的风险厌恶者或者风险追求者，面对不同的情形，人们对风险的态度也有所不同。当涉及的是收益的时候，人们表现的是风险厌恶者；而当涉及的是损失的时候，人们则表现为风险追求者。当然，过度自信并不单单影响普通投资者，对市场的专业人士也构成影响。

所以 Fama(1998)认为 DHS 模型和 BSV 模型虽然建立在不同的行为前提基础上，但二者的结论是相似的。

3. HS 模型(Hong and Stein, 1999)，又称统一理论模型(unified theory model)。统一理论模型区别于 BSV 和 DHS 模型之处在于：它把研究重点放在不同作用者的作用机制上，而不是作用者的认知偏差方面。该模型把作用者分为“观察消息者”和“动量交易者”两类。观察消息者根据获得的关于未来价值的信息进行预测，其局限是完全忽略当前或过去的价格；“动量交易者”则完全依赖于过去的价格变化，其局限是他们的预测必须是过去价格历史的简单函数，在上述假设下，该模型将反应不足和反应过度统一归结为关于基本价值信息的逐渐扩散，而不包括其他的对投资者情感刺激和流动性交易的需要。该模型认为最初由于“观察消息者”对私人信息反应不足的倾向，使得“动量交易者”力图通过套期策略来利用这一点，而这样做的结果恰好走向了另一个极端——反应过度。

4. 羊群行为模型(herd behavioral model)。该模型认为投资者羊群行为是符合最大效用准则的，是“群体压力”等情绪下贯彻的非理性行为，有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序列型和非序列型两种模型。人类由于其社会性而存在一个非常普遍的现象:经常在一起交流的人由于互相影响,他们往往具有类似或者相近的思想。所谓羊群行为是指:由于受其他投资者采取某种投资策略的影响而采取相同的投资策略。投资者采取相同的投资策略并不一定是羊群行为,羊群行为强调对其他投资者投资决策及其结果造成的影响。比如说在社会中普遍存在着信息不对称的现象,即使在信息传播高度发达的社会上,信息也是不充分的。在信息不充分的情况下,期货投资者的决策往往不完全是依据已有的信息,而是依据对其他投资者行为的模仿来进行决策,这就形成了羊群行为。

在中国期货市场中,存在着大量的打听主力动向,跟风投资的行为,或者在同一个期货公司开户的投资者往往持有相同方向的期货合约。由于羊群行为在期货市场中的广泛存在,期货价格的过度反应将是不可避免的,以致出现“涨过了头”或者“跌过了头”。这样,有经验的投资者可以采取相反投资策略进行短线交易,以获取过度反应向正常反应的价值回归利润。另外,期货交易是一个“零和博弈”,真理往往掌握在少数人手中。当市场上的大多数人认为价格应该上涨的时候,价格往往会出现转机。作为一个成功的期货交易者,就应该敢于做市场中的“少数派”,依据自己的理性判断和客观分析,做出正确的投资决策。

(三)行为金融理论的应用

行为金融理论认为,投资者由于受信息处理能力、信息不完全、时间不足以及心理偏差的限制,将不可能立即对全部公开信息做出反应。投资者常常对“非相关信息”做出反应,其交易不是根据信息而是根据“噪音”做出的。在这种情况下,市场也就不可能是有效的。此外,行为金融理论从投资者行为入手对许多市场异常现象做出了解释,认为异常现象是一个普遍现象。这从另一方面说明市场是无效的。

如何将行为金融理论应用于投资管理实践呢?一方面是要了解和认识自己的认知偏差,避免决策错误;另一方面要利用其他投资者的认知偏差和判断错误,在大多数投资者意识到自己的错误之前,投资那些价格有偏差的品种,并在价格定位合理后,获利平仓。由于人类的心理和行为基本上是稳

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定的，因此投资者可以利用人们的行为偏差而长期获利。具体而言，有两种应用思路，即把行为金融理论作为投资技术或者作为投资理念，实际上不少投资者是既将其作为投资技术也将其作为投资理念而综合运用的。

有些共同基金直接标榜为行为金融基金，他们利用投资者的各种认知偏差和市场表现出来的价格波动异常现象，在行为金融理论指导下，利用计量工具和电脑程式来选股和操作。如美国著名的行为金融学家 Richard Thaler 和 Russell Fuller 管理着一个行为金融共同基金，其投资方法是利用投资者对信息的错误加工导致的市场非有效性来获取投资回报，采用自下而上、结合带有行为金融观念的基本分析来投资。

在 2003 年年底到 2004 年年初，中国的证券投资基金利用市场长期“炒小”、“炒新”、炒“绩差”的风气形成的定价偏差，高举“价值投资”的大旗，集中持有“中石化”、“中联通”等大盘绩优股，取得实效。

在期货市场中，各种投资失误将使投资者产生后悔的心理，对未来可能的后悔将会影响到投资者目前的决策。因此投资者总是存在推卸责任、减少后悔的倾向，“随大流”、追涨杀跌、“节前平仓”等从众投资行为都是力图避免后悔心态的典型行为方式。

另一些私募基金（如对冲基金、捐赠基金、养老基金），则是将行为金融理论作为一种投资理念，他们不像公募基金那样张扬，但是在这个应用队伍中，更不乏世界顶级的投资管理人，像 Warren Buffett，George Soros，David Swensen 等等，Buffett 的简单企业原则、Soros 的反射理论、Swensen 的资产类别原则等就是他们的投资理念的典型代表。

进入 20 世纪 80 年代以来，与现代金融理论相矛盾的实证研究不断涌现，主要体现在投资策略的改变上。如成本平均策略和时间分散化策略。成本平均策略指投资者根据不同的价格分批购买股票，以防止“不测”时，摊低成本的策略，而时间分散化是指根据股票的风险将随着投资期限的延长而降低的理念，随着投资者年龄的增长而将股票的比例逐步减少的策略。这两个策略被认为与现代金融理论的预期效用最大化法则明显相悖。Statman（1995），Fisher、Statman（1999）利用行为金融中的期望理论、认知错误倾向、厌恶悔恨等观点对两个策略进行了解释，指出了加强自我控制的改进建议。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(四)结论

我们知道,一旦可以通过某种神秘的过程发现偏好,偏好就趋向于确定具体的选择行为,只要做出了选择,选择就趋向于产生具体的决策。行为金融理论对于现代金融理论进行了深刻的反思,从人的角度来解释市场行为,充分考虑市场参与者的心理因素的作用。行为金融理论是第一个能够有效地解释市场异常行为的理论。行为金融理论注重投资者决策心理的多样性,使人们对金融市场投资者行为的研究由“应该怎么做决策”转变到“实际是怎样做决策”,研究更接近实际。因而,尽管现代金融理论依然是对市场价格的最好描述,但行为金融的研究无疑也是有益的补充。

附文 1　分析预测的哲学

“假装预测未来的人按照刑法的 3 条 901 款应被认为是妨碍治安的人,应判 250 美元罚款及 6 个月监禁”——美国纽约州刑法第 889 款。

“大家都认为投机是一种了解未来,是一场预测未来的游戏,他们都错了。投机是一种发展制胜策略,把获胜的金额或概率拉到自己身边来,而所谓的预测,只是一种想证明我们高人一等的不成熟行为,没有人可以预测未来,过去没有,未来也不会有”——Larry Williams。

关于“刑法”的问题,也是一个严肃的前提性的问题,是我们作为期货投资经理,市场分析师,赖以生存和发展的基础性的问题。就是:期货市场的价格波动,是可以预测的,还是一个纯粹随机走动的?

1900 年,法国数学家路易．巴舍利耶(Louis Bachelier)通过对巴黎股市的研究,提出了有效率市场、股价随机漫步等思想。但他的论文未能引起学术界的重视,此后尘封 50 多年。50 年代萨缪尔森发现了他的论文,大为推崇。1965 年,萨缪尔森得出“在股市上赚钱和在赌场上赢钱的难度相等”的结论,认同随机漫步理论。

1970 年,法玛(Fama)提出有效市场(EMH)概念。法玛认为,当证券价格能够充分地反映投资者可以获得的信息时,证券市场就是有效市场。在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有效市场中，无论选择何种证券，投资者都只能获得与投资风险相当的正常收益率。法玛根据投资者可以获得的信息种类将有效市场分成三个层次：弱势有效市场、半强势有效市场和强势有效市场。其差异在于各自所涉及的信息是不同的。弱势有效市场中的信息，仅指以往的证券价格信息；半强势有效市场的信息，包括所有公开可获得的信息；强势有效市场中的信息，包括了所有的信息（公开信息和内幕信息）。如果弱势有效市场假设成立，技术分析法无效；如果半强势有效市场假设成立，则基本分析法无效；如果强势有效市场假设成立，内幕操纵也将变得无利可图。

从本质上讲，EMH的前提是：投资者是理性的，价格充分反映了所有的信息，投资者数目的众多，并且众多的投资者在消化并评估了所有的风险后，市场找到了它的均衡价格，所以市场是平衡的，是有效率的。因此从市场的公开信息来获取超额收益率的努力是不会产生效果的。因为所有过去的信息既然已经反映在价格里了，市场于是就会遵循随机走动，每一天的价格与前一天的波动不相关。

对于上述问题的回答，将决定我们的投资哲学的立足点，所以它是至关重要的。如果你认同世界是普遍联系的，事物运动是有规律的，任何现象都有其产生的原因，一些相同或相似的原因将导出相同或相似的结果，世界是可以被认识的。那么这些将构成我们市场是可预测的哲学基础。事实上，在现实世界中，很难满足EMH的假设，大量研究和实际观察中得出的基本结论是：市场是可以通过公开信息进行预测的，只是总体的确定性和局部的随机性共存。

关于“威廉”的问题，实际上是能否准确预测市场的问题。医学上有一个悖论，说世上总有治不好的病。因为什么病都能治好，那人就不会死，而从生态平衡的角度来看，这又是不可能的。期货上也有一个悖论，叫做没有绝对准确的预测工具，否则大家都去使用它，岂不是人人赚钱？而根据“零和游戏”的原则，这又是不可能的。

不同的市场参与者面对同样的数据和资料，会有不同的选择重点和显著的倾向性，得出的结论不仅有量（幅度）的差异，甚至会出现质（方向）的差别。通常情况，投资者针对特定的投资品种，依靠某种或某几种市场理论和方法对它的历史、现状走势等进行分析、研究，描绘出未来市场状态的图形，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以便通过对照历史价格波动曲线规律的参照标准，理清与未来价格波动规律的可能性概率，然后做出对未来价位的预测。对于市场投资者来说，预测与未来事实之间是双向关联的：一方面，参与者希望市场走出和未来事实相符的图形；另一方面，他们希望用自己的愿望重塑未来。假如这两种力量同时发挥作用，它们可能互相干扰，因为未来是所有市场参与者共同创造的，市场不会根据每个人设想的曲线去运行。那么，投资者的预测难以达到与真实的市场运动"同频共振"的效果就是必然的了。所以，预期愿望和未来结果产生偏差是难免的。从这一意义上说，人要准确地判断市场又是无法达到的。

那么所谓的"准确预测"又怎么解释呢？江恩认为何时何价是准确。实际上他自己也做不到，这个市场上任何人都做不到——除非有人能垄断市场。为什么江恩也做不到呢？不是有人说他可以把道．琼斯指数图形提前一年画出来，而且误差很小吗？其实，这是句笑话。为什么呢？看看江恩的交易规则就会明白了，如果他真的可以那么神，他用不着订那么多规则；而且还可以断言，美国市场因为江恩的存在而覆灭。因为100%准确地预测市场，很快就会摧毁这个市场，哪怕他只有1万元很快就足可以毁灭这个市场了。就是股神巴菲特年平均收益也只有26%的。

记得有本投资哲学的书上讲：世上难事有三，其一是预言青蛙的起跳方向；其二是预测股市的运行方向；其三是揣测女孩心情的变化方向。然人于期市中终日所虑之事，惟分析过去、研究现在、预测未来。查历史图表，人人皆会；论供求关系，个个能谈。而对未来价格的走势，又有几人能看对？投机更像一门艺术，从来没有百战百胜的定律。未来之事，虽然难测，但未来并非凭空而生，未来是从过去和现在走来，因此分析过去和研究现在变得相当重要，它是我们推演未来的唯一途径。至于方法，因人因时而异，并无定式。

为了预测未来，经济学家（特别是计量经济学家）、气象学家喜好使用基本分析法或者基本分析法量化的所谓模型。认为模型是非常有用的预测工具，但他们同时也认为建造模型的艺术很难用文字表达，建模的艺术很难掌握，因为他主要依赖于建模过程中的直觉判断。

为了预测未来，技术分析大师擅长使用指标、理论。好的指标被当作传家宝，在发现者去世多年后才公之于众。好的理论也是在创造者和他的继

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

承者不断完善和发展中(如波浪理论、道氏理论)被一再推广。

随着电脑技术的迅速普及,现代投资基金管理者,热衷于谈论交易系统,特别是电脑程式交易系统,认为金融操作中程式化交易比人为交易在克服心理弱点、完善风险管理、提高工作强度和效率等方面具有优势。

既然预测只具有一定的概率性,那么,建立在预测之上的投资决策就难免不发生错误。对于投资决策来说,投资者面对的是资金盈亏的直接压力。可以说,追求准确率很高的市场预测是难以达到的,但是盈利率相对较高的投资方法是可以创造的,面对市场的不确定性,投资者必须建立和完善自己切可行的交易系统。

(刊登于2004 -3 -3《期货日报》。本文是作者的代表作之一,是长期的学习、实践和思考的总结。)

附文 2　期货的经济学基础

期货合约的标准化,使得合约的许多条款被统一和固定,价格成为期货交易唯一的变量。而投资者交易的成败也主要取决于价格的变化。因此,价格的形成过程和价格的变化趋势是期货研究工作的重点。但是,价格是由什么决定的? 这一经济学的基本问题,其实一直没有定论。

亚当．斯密(Adam Smith)指出,市场价格会偏离自然价格(实际就是价值为基础的生产价格),偏离的原因在于供给与需求之间的对比关系。供给大于需求时,竞争在卖者中进行,使价格下降;需求大于供给时,竞争在买者中出现,使价格上升;供给和需求相等时,市场价格与自然价格则相等。这就是早期供求决定价格的经济学理论。

大卫．李嘉图(David Ricardo)认为,政治经济学研究的商品,不是人们劳动无法增加的罕见的商品,如图画、古钱之类,而是那种数量可以由人类劳动增加、生产可以不受限制地进行竞争的商品。这种商品的价值不取决于供求情况而取决于生产成本的增减,即取决于生产它所耗费的劳动量的变化。他还主张每一个国家都应该生产和输出该国具有比较优势的产品,而不管这种产品的生产成本是否高于别的国家。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

马克思在总结前人成果的基础上认为,价值规律是商品生产和商品交换的基本规律,其基本内容和客观要求是:商品的价值量由生产商品的社会必要劳动时间决定;商品交换要以商品的价值量为依据,实行等价交换。价值规律作用的表现形式为商品的市场价格受供求关系的影响围绕其价值上下波动。市场价格的这种波动或与价值的偏离,并不是对价值规律的否定,而恰好是价值规律作用的表现形式,这是因为:(1)价格波动所围绕的中心是价值,波动的幅度要受价值的制约。(2)从长期来看,商品的平均价格与其价值是一致的。也许在孤立的一次交换中,商品的价格会偏离价值,甚至会偏离很多。但从一个较长时期来看,商品价格的上涨部分和下落部分大致会相互抵消,价格和价值是趋于一致的。

而现代西方主流的经济学理论依然认为,供求决定价格。比如马歇尔(Alfred Marshall)将价值等同于交换价值,又把交换价值归结为价格。所谓均衡价格就是商品的供给和需求达到均衡时的价格。在完全竞争的市场条件下,这种均衡是通过供求双方的相互冲击和制约而达到的。马歇尔认为,时间因素对供求力量发挥作用有十分重要的影响,并分为极短时期、短时期、长时期加以具体分析。凯恩斯(John Maynard Keynes)认为,供给是需求的函数。增加通货不一定就引起物价上涨,因为通货增加首先是增加了有效需求,于是主要地引起生产增长。

19世纪末,随着期货合约标准化、保证金制度、结算制度、对冲和做空机制的建立,金融投机逐渐出现并开始盛行。对投机供求为实现套期保值者的避险目的而增加市场流动性方面给予了肯定,但对于投机供求在价格形成和发现中的作用,理论上并没有给予完全正面的肯定,其原因是:

首先,前述经济学理论谈到需求时,通常是指有效需求(消费者在某一特定时期内,在某一价格水平下愿意而且能够购买的商品和劳务的数量)或真实需求。即便谈到投机需求,也只能是指那种"囤积居奇"的行为。而期货市场投资者或投机者的买入需求显然不是经济学所称的有效需求。但是它显然是真实的、并且对价格的影响是立竿见影的。类似的情形和类似的分析也会出现在投机供给上。

其次,一方面,商品期货还有实物可言,现实的有效需求与投机需求还有鉴别和区分的可能;而金融期货合约,比如股指期货合约,即便是买入交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

割者,也并不是要将股指带回家,其实也无法将其带回家,所以有效需求无从谈起。另一方面,一些股指期货的买入套保者也不能简单地理解为投资或投机需求。

正确认识投机在价格形成中的作用

如果将期货投资者归为两类,投机者和套期保值者,那么现在的螺纹钢1001合约可以大致地划为投机买单对套保空单的博弈,其投机需求的作用可见一斑。对于期货市场投机力量在价格形成中的作用的认识往往限于提高市场定价效率的表述。其实投机力量的本身有其合理的一面。比如,在当前黄金价格反映通胀预期,原油价格反映经济缓慢复苏的大背景下,对于螺纹钢进行重仓购买难道不能理解为规避通胀风险和乐观预期明年经济后“铁矿石可能涨价”的一种合理的“保值”需求?再说了,根据相关的制度安排,成熟的期货市场其实类似于完全竞争的市场,有投机需求就会有投机供给。现在的投机者尤其是资金实力雄厚的大机构,理念先进、风控技术的运用已经相当的成熟,因为投机者最终是要为自己的交易行为负责的。诚然,将操纵性投机行为扼制在摇篮里是必要的,是建立规范市场的基础和必然要求。但随着期货市场的日益成熟和发展,市场被操纵的可能性越来越小,相反一些没有做空机制的场外市场操纵行为时有发生。所以一看到某些品种的期货价格比现货价格高就说是“炒作”形成的“泡沫”,起码在理论上说是错误的。

现代西方主流的经济学认为供求决定价格,但是他们无法解释铜为什么在几万元之间变动,而不是几千元之间变动。更无法解释为什么“供大于求价格还上涨”。举例来说,目前,钢材、PVC甚至国内豆油等许多商品都是供大于求,为什么期货价格还很坚挺?相反马克思的价值规律学说依然大放异彩:决定大宗商品价格的是价值,有了通胀预期之后,人们会想到商品的成本会提高,价值重心会上移;有了经济复苏的预期后,人们自然认为供求状况也会改善。金融危机后,油价迅速回落,摧毁了某些人认为原油是不可再生资源,供不应求加之货币贬值因素,再也不会回落到50-60美元每桶的信念。但是根据有关分析,原油的生产成本不足30美元一桶,油价跌到32美元一桶完全有可能。

投资或投机已成为现代经济中的普遍现象

期货、期权市场是一种放大的虚拟经济,真实的交割量很小,是一种相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当纯粹的投机市场，其实现代实体经济中的有效需求和投机需求也难区分。比如私募股权投资、风险投资等，拿房地产市场的需求来说，大致可以划分为三种：消费性需求：以自住为目的，兼保值增值要求，属于长期购买行为。投资性需求：以出租或者转卖为目的，主要追求保值增值，属于中期购买行为。投机性需求：以赚取差价为目的，买房就是为了高价转手，主要是博取价差，属于短期购买行为。

现在房地产等实体经济中的投机，实质已经超出"囤积居奇"的行为范畴。比如采用住房抵押贷款——20%首付或零首付，实质等同于期货的保证金制度的财务杠杆。因此投机买房，相当于做期货，而且是贷款做期货。

价值投资者能做期货吗？

金融界都知道巴菲特是成功的价值投资者，那么价值投资者能做期货吗？金融危机后商品价格一落千丈，为了寻求底部，市场出现"成本探究热"，证明价值规律正在发挥作用。经济缓慢复苏后，人们很快开始探讨通胀预期与产能过剩的问题，实质是联系供求状况对市场内在价值的追寻。有投机需求的市场未必可怕，只有投机需求而无投机供给的市场最可怕（如次级债市场）。一个无可辩驳的事实是，大宗商品期货价格的波动幅度远小于大多数股票价格的波动幅度，从这个角度看，价值投资者更适合做期货。

结论：关于期货的经济学基本问题的探讨，应当坚持马克思价值规律的论述，而且要丰富经济学中有效需求的概念，与时俱进地将投机需求看成是需求的一种普遍形式。同时注意吸收马歇尔、凯恩斯等人在研究上的积极成果，这应该是期货理论上的一个独立的正确的见解。

（2004－4－21《证券时报》发表的《铝，再创新高的意义》一文，作者关于供大于求价格依然上涨的讨论，丰富了经济学中供求关系决定价格的概念。2005－12－21《期货日报》发表《投机需求对价值规律的挑战》一文，作者关于投机需求是需求的特殊形式的论断，丰富了经济学中有效需求的概念，是期货理论上的一个独立见解。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附文 3 大豆价格的影响因素分析

人在期市中终日所虑之事，惟预测未来。查历史图表人人皆会；论供求关系，个个能谈。然对未来价格的走势，又有几人能看对？投机更像一门艺术，从来没有百战百胜的定律。未来之事虽然难测，但未来并非凭空而生，未来是从过去和现在走来，因此研究过去和现在变得相当重要，它是我们推演未来的唯一途径。至于研究的方法，因人因时而异，并无定式。笔者早接公司有关大豆研究的任务，限于水平，迟迟未能动笔，今日勉强将拙文公诸于众，只盼抛砖引玉。

传统经济学理论认为，商品的价格由价值决定，并随供求关系的改变而上下波动，由此看来，研究大豆的生产成本是件十分有益的工作。我们都乐于见到有关中国和美国大豆生产成本比较研究一类的文章，初步的印象是：中国的大豆生产技术和管理方式落后于美国，但考虑到劳动力成本较低的因素，考虑到国内价格相对偏高的因素，似乎是中国农民小有盈利，而美国的农场主是亏损的。但美国的农场主偏爱种大豆，理由是美国政府的补贴政策。针对美国农业新法案对大豆的影响，关于“贷款率”究竟又是怎么一回事，大量的工作需要我们扎实地去做。另外，关于成本我还想说一句，成本是个相对的概念，并非绝对的概念，即成本也在不断变化之中。

现代西方经济学理论认为，供求决定价格，可见研究供求关系的重要性。就供应方面来说，世界、美国、中国历年的总产量(包括播种面积和平均单产)和贸易量应该可以找到较为确切的数字。由于南美产量的迅速上升，加大对南美各国产量的研究(甚至包括乌拉圭和巴拉圭)将是十分必要的。就需求方面来说，研究的资料偏少，工作尤其要加强，即便定量的研究有问题，定性的研究也同样是必需的。目前来看，除榨油和食用以外，大豆的工业用途也不能小视。当然需求也不是孤立的，是和产量、价格等因素交织在一起的。比如，目前现货市场急需油用大豆压榨，可大连仓库里的货怎么就不见消耗呢？当然大的方面，只有“成本、供给、需求”这六个字，但影响这三方面的因素却是很多的，下面举其要者加以分析，这也是笔者研究的重点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 经济金融状况。物价水平是一个重要的价格参照物，离开农产品的比价关系，离开世界经济低迷、通货紧缩的现状，奢谈什么大豆要涨至2 800甚至3 000或者跌至1 500甚至1 300都是不切实际的。这里面涉及美元的强势与弱势、人民币的利率和汇率等因素。这方面有个简单直接的办法，就是结合技术图形来研制大的波动区间，参考其他农产品（特别是玉米、小麦等）的价格水平等等。

2. 政策导向。政策是政府干预市场的重要形式，有些政策通过法律的形式固定下来，其影响不仅直接而且深远。中国的转基因政策、美国的农业新法案就是当前需要着重研究的两大政策，此外巴西、阿根廷的出口政策、中国的大豆行动计划等也要研究，当然政府对期货市场本身的发展政策也要研究。

3. 海运费和国内运输状况。相对于几万元一吨的铜，几百元的海运费可能不算啥。但是相对于仅几千元一吨的农产品，几百上千元的海运费已经变得不可忽视。近年来，由于原油价格的大幅上涨，海运费价格水涨船高，对大豆进口成本的影响越来越大，甚至出现通过分析海运费的走势，预测大豆的价格的局面。

谈到海运费，不能不提BDI指数（波罗地的海干散货指数）。2008年5月20日，随着BDI指数摸高至11793点，国际粮船运费价格也升至155.7美元/吨。此时的运费占到总进口成本的20%以上。但是，随着国际经济不景气造成的原材料使用减少，同年12月5日BDI跌至663点创下22年来新低，运费价格为22.46美元/吨，对进口大豆成本的影响减弱。运费价格可以查，也可以通过BDI推算。

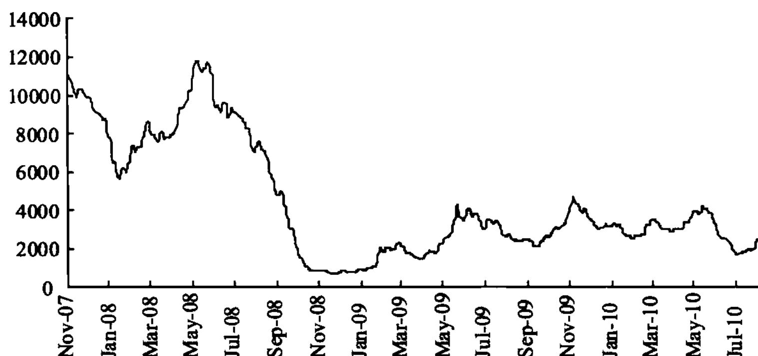


图20 国际BDI指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国对进口大豆的依赖程度很高(2008 年全年的大豆进口量达到 3 743.6万吨，较 2007 年的 3 082.1 万吨大幅增加 661.5 万吨，增幅达到 21.5%)，而且原油价格波动剧烈，因此海运费波动对大豆价格的影响绝不可被忽视。此外，国内的季节性运输紧张状况有时也会突出。

4. 出口国经济状况。出口国货币的大幅贬值是由出口国的经济状况恶化而引起的，一般而言，这将有助于出口国大豆的出口。但物极必反，类似于阿根廷的危机就使得大豆出口一度停滞，反而会促使大豆国际价格的短期上扬，这方面要关注巴西的情况，因为它的经济状况目前也不好。

5. 天气和气候。大豆是耐旱作物，我国大豆的主产区在东北，发生水灾的可能性也并不大，所以大的灾害的重点要关注美洲的情况，比如前段时间美国天气阴雨，导致不少玉米地改种大豆等等。

6. 季节性因素。季节性是农产品的一大特点，由于中、美两国大豆的季节性基本相同，导致了大豆价格鲜明的季节性特点。我国大豆的价格一般在 6 月份左右涨至高点，而在 10 月份前后跌至低点，这些都是我们必须加以留意的。

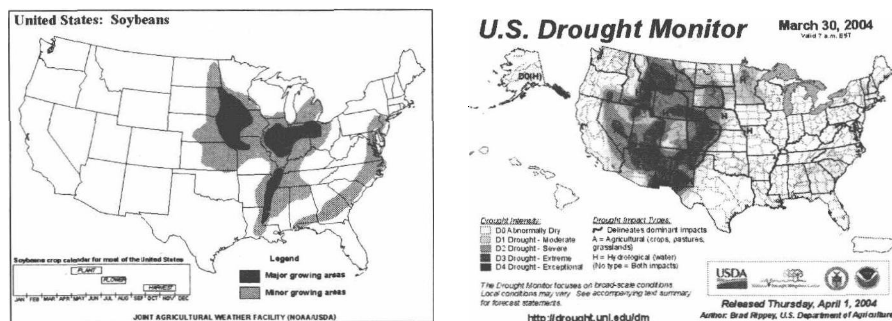


图 21　美国大豆主产区及天气情况

数据来源：FCStone

7. 大户动向。期货市场多空双方都有大资金参与，而且监管部门、交易所都有一套市场监管的办法，期货业协会各会员也有自律措施，操纵市场谈何容易，但每当证券市场低迷时，大量的游资就会进入期货市场，我们可以通过巨大的持仓加上断档的基本面作出判断。

8. 其它偶发事件。像油菜籽的丰歉、棕榈油价格的大幅波动、科学家对转基因食品的权威论述、高产优质品种的诞生、国际贸易战，特别是大面积

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

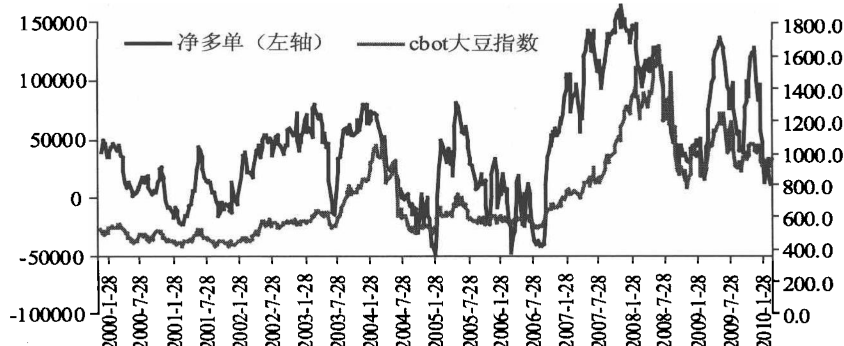


图 22　基金净多单和大豆价格

数据来源：CFTC，宏源期货研究中心

爆发的口蹄疫、疯牛病、禽流感、蝗虫和其它虫害等都能对大豆价格造成冲击。

（刊登于《期货日报》2002 年 7 月 3 日。作者早期运用基本分析法讨论大豆的影响因素。2009 年 6 月 7 日增补了海运费等内容。）

附文 4　研究方法的悖论

市场研究的二律背反

巴菲特的启蒙老师格兰汉姆被称之为“基本分析之父”，临死前却宣布不再信奉其赖以成名的理论。发明相对强弱等多种指标的技术分析大师韦尔德，后来却否定技术分析的实用价值，推崇“无招胜有招”的顺势智慧。市场研究始终面临一个难以绕开的话题：市场到底可否预测？或者说市场的价格变化有无规律可循？

关于这个问题，许多人说没有。因为如果存在这样的规律，将使赢利成为一种必然，在现有交易机制下，市场将很快枯竭和消亡。两名诺贝尔经济学奖获得者掌管的美国长期资本公司的最终命运似乎也说明了这一点。但如果市场根本就不可预测，市场的价格变化根本就无规律可循，那还要研究市场干什么？干脆把市场当赌场好了。可即便是赌博，为什么有的人打麻将、玩桥牌赢的概率就是比别人大呢？巴菲特、林奇等投资大师的几十年来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的盈利记录又作何解释？难道纯粹是巧合？

我们显然遭遇了市场研究的二律背反，一对逻辑矛盾，也许还有适宜的解释，但下面的悖论可能就不是一般人能够解释的。

阿基里斯悖论

古希腊数学家芝诺，曾经提出过一些著名的悖论，对以后数学、物理学概念产生了重要影响，阿基里斯悖论是其中的一个。阿基里斯（Achilles）是希腊神话中善跑的英雄。芝诺讲：阿基里斯在赛跑中不可能追上起步稍微领先于他的乌龟，因为当他要到达乌龟出发的那一点，乌龟又向前爬动了。阿基里斯和乌龟的距离可以无限地缩小，但永远追不上乌龟。

方励之先生曾经用物理语言很好地解释了这个问题：在阿基里斯悖论中使用了两种不同的时间度量。一般度量方法是：假设阿基里斯与乌龟在开始时的距离为 S，速度分别为 V1 和 V2。当时间 $T = S/(V1 - V2)$ 时，阿基里斯就赶上了乌龟。但是芝诺的测量方法不同：阿基里斯将逐次到达乌龟在前一次的出发点，这个时间为 T′。对于任何 T′，可能无限缩短，但阿基里斯永远在乌龟的后面。关键是这个 T′无法度量 $T = S/(V1 - V2)$ 以后的时间。

罗素悖论

在萨维尔村，理发师挂出一块招牌："我给村里所有那些不给自己理发的人理发。"有人问他："你给不给自己理发？"理发师顿时无言以对。这也是一个矛盾推理：如果理发师不给自己理发，他就属于招牌上的那一类人。有言在先，他应该给自己理发。反之，如果这个理发师给他自己理发，根据招牌所言，他只给村中不给自己理发的人理发，他不能给自己理发。因此，无论这个理发师怎么回答，都不能排除内在的矛盾。

这个悖论是哲学家罗素在一九〇二年提出来的，它就是著名的"罗素悖论"。它以极为简明的形式震撼了数学的基础，引发"第三次数学危机"。罗素在《我的哲学的发展》里说道："自亚里士多德以来，无论哪一个学派的逻辑学家，从他们所公认的前提中似乎都可以推出一些矛盾来。这表明有些东西是有毛病的，但是指不出纠正的方法是什么。"人们在日常思维和决策中大量使用的形式系统，未必都是经过仔细推敲以避免各种悖论的形式系统；人们在逻辑思维中发生的一些问题，可能不是思维本身的问题，而是客观事物某种固有的本质特征，也就是客观非理性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

继罗素发现集合论公理体系不完备以后，1931年奥地利数学家歌德尔提出了一个"不完全定理"，1951年美国经济学家阿罗提出"阿罗不可能定理"，打破了十九世纪末数学家"所有的数学体系都可以由逻辑推导出来"的理想。这些定理指出：任何公设系统都是不完备的，其中必然存在着既不能被肯定也不能被否定的命题。揭示了人类社会在重大事物的选择问题上，不可能完全诉诸于理性，而必须借助诸如独裁、惯例等非理性的因素。

先有鸡还是先有蛋

基本分析方法是对事物变化的原因的分析，根据因果关系的哲学推理，结论也是确定的。因此基本分析方法向来被认为是一种科学的、行之有效的分析方法。然而在一些现象的因果分析中，到底什么是"因"，什么是"果"都很难搞清楚。比如说，是先有鸡还是先有蛋？这似乎是所有人的困惑。科学研究表明，现在的家养鸡源于野生原鸡，其驯化历史至少4 000年。早期的家养鸡是从一只原鸡产下的蛋中钻出来的。许多专家认为，原鸡是一种野鸡，是现在我们所看到的鸡的祖先。但也有人认为，现在的鸡是不同种的鸡杂交后的产物。从进化论的角度说，不存在到底是蛋生鸡还是鸡生蛋的问题，因为无论是鸡还是其他生物，一个物种的早期成员都是其他一种相近物种的后代。

有趣的是，计量经济学家Thurman和Fisher1988年关于因果关系检验的研究终于使这个问题变得清楚明白了。他们能够拒绝鸡蛋不是鸡出现的原因的原假设，但是不能拒绝鸡不是鸡蛋出现的原因的原假设，因此他们得到先有蛋的结论！你信吗？

假如有人说，"央行加息有利于铜价上涨"你可能不会同意。然而，自中国宣布加息后沪铜一路上扬，个别合约还创了今年的新高，令大部分市场人士大跌眼镜。在这段涨势中，有期货分析师"看对"了行情，当被问之是基于何种理由以及铜下一步的走势时，该分析师不慌不忙地说："我是基于美联储即将加息的预期，而且我判断铜价还将上扬，因为市场预期美联储还会升息的！"。此言一出，立即遭到众人的反对："升息会抑制需求，铜怎么还会涨呢？"该分析师回答很简单："为什么还要升息呢？请大家多研究一下升息背后的基本面因素吧！"

一般地说，加息有助于抑制过热的投资和非理性的消费，从而对商品价格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具有利空的影响。然而，有关美国联邦利率和商品价格指数（CRB）之间 30 年的数据研究表明，它们之间的走势并不像人们想象的那样负相关，而是呈中等程度的正相关，其相关系数为 0.36，这说明大多数时候商品价格的走势和利率走势是一致的。从因果检验的角度来看，CRB 指数是联邦利率的原因。换句话说，加息的决定是预期商品价格有上涨可能性的前提下做出的。

其实，由于商品的价格受多种因素的影响，加息并不一定代表商品价格就立即下跌，也不代表经济形势不好，只要通货膨胀控制在一定的范围之内，加息和经济增长是可以协调发展的。因此加息对商品期货价格的影响要做具体分析。

笔者以为，客观世界是如此复杂和非线性，甚至非理性，又怎能指望人们的主观世界完全的理性和合乎逻辑？但愿我们今天的困惑随着人类认识的发展，明天都变成可以解释的阿基里斯悖论，因此我十分推崇尼采得出的结论：我们的一切观念，只要是经验所与的、来自这个直观世界的内容被当作“永恒真理”，就会陷入矛盾。

（刊登于 2004 年 11 月 25 日《证券时报》。该文指出基本分析方法的缺陷是人类认识的有限性决定的，是一种普遍现象。）

附文 5　怎样识别假突破？

虽然价格运行的轨迹总是飘忽不定、难以捉摸，但由于市场多种因素的作用，价格往往能够在一个特定的阶段运行于一个相对清晰的趋势中。这就使得趋势线、通道、形态等理论在投资操作中具有相当重要的技术分析意义。一般地说，不管是上升还是下降，在一个相对平缓的运行趋势中市场机会较难把握，而在市场突变过程中将孕育更多、更大的市场机会。当趋势线被有效击穿后，市场便发生了质的变化，行情开始加速。此时正是加码建仓的好机会，而误判的投资者也应果断离场并尝试反向操作。客观地说，由于趋势改变带来的中线机会以及回抽趋势线（或颈线）的短线机会都是市场变化过程中难得的、最具操作性的投资机会。

但市场也有其复杂的一面，常常在其突破的有效性上花样百出，搞一些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

形形色色的令人迷惑的骗线做法。通道上轨被突破后，人们预期价格将加速上扬，等追高盘蜂拥而至时，价格却会“栽”下来，形成多头陷阱。同样也常出现击穿下轨形成空头陷阱的情况。

怎样确定其突破的真实性和有效性呢？

技术分析理论认为：首先，是收市价原则。即一般地说，收市价的突破比仅仅只有日内瞬间价格的暂时突破更可靠。其次，是百分比原则。它要求收市价格穿越参考价的幅度要达到3%（当然3%只是就一般情况而言），针对不同品种可以选用不同的最小价格波动允许值，但至少2%的幅度是必须的。最后，是时间原则。为了确认对趋势线的有效突破，市场必须连续3天保持收市价在该直线的同一侧。当然也有人认为期货市场只要2天即可。

以上原则，虽然可靠，但需要的时间较长，等突破得到确认后，行情往往已走去一大截，投资者此时的入市成本也较高。实用的还是应该学会辨别一些骗线做法，笔者就个人的实战经验，总结如下：

首先，是与大势背离。一般而言，当市场整体大势处于调整、反弹或横向整理的阶段时，个别合约（或个股）出现放量突破是假突破的可能性较大；而当大势处于较为明朗的情况下，个别合约（或个股）顺势出现真突破的可能性较大。投资者应结合基本面、历史上的资金介入状况、目前价格位置以及主力操作习惯等进行综合研判。特别要当心在低价区的向下突破和在高价区的向上突破。

其次，是与量能背离。就笔者的经验，当价格突破以后，交易量应该顺着市场趋势的方向，相应地增长，这是验证所有价格形态完成与否的重要线索。任何形态在完成时均应伴随着交易量的显著增加，但在形态的顶部、反转过程的早期，交易量并不如此重要。一旦熊市来临，市场习惯于“因自重而下降”。投资者当然希望看到，在价格下跌的同时，交易活动也更为活跃，不过在下跌过程中，这不是关键。然而在底部反转过程中，交易量的相应扩张，却是绝对必要的。如果当价格向上突破的时候，交易量并未呈现出显著增长的态势，那么整个价格形态的可靠性就值得怀疑了。

再次，是与K线形态背离。以价格向上突破为例，当价格放量突破时，往往收出中、大阳线，但随着成交量的萎缩，价格会出现滞涨现象，K线也出现了十字星、小阴小阳形态。而当成交量快速萎缩后，价格也就随之调整，K

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

线出现了中阴线。这样,在 K 线形态上出现了黄昏之星、塔形顶、覆盖式大阴线等短期见顶的 K 线组合形态。投资者应结合时空度量理论,以短期服从中长期、小趋势服从大趋势、小形态服从大形态为原则,将短期趋势融入长期趋势形态中进行复合研判。

最后,是与均线系统等其他分析工具背离。仍以价格向上突破为例,假突破常常在价格突破创新高后,就开始缩量横盘,让投资者误以为是突破后的回抽确认,但在回挡时价格却跌破了 5 日均线,继而又跌破 10 日均线。当 5 日与 10 日均线形成死叉时,假突破就可以得到确认。投资者应结合其他技术分析工具进行立体研判,特别要注意先有反向运动迹象的突破。一般第一次的突破,假突破性质居多。突破过程没有缺口出现,回抽趋势线快速、有力也都是假突破的特点。

(刊登于 2003－12－17《期货日报》,本文是作者运用技术分析法研判行情的心得体会。)

附文 6　不可不信不可迷信

大盘东去,浪淘尽,牵沽疯牛人物……

大盘东去,即不论明天价格是涨、跌、平,K 线总是添在图形的右边(即东边)。不管“浪淘尽”,还是“浪掏尽”,总之,有多少“牵沽疯牛人物”(即牵挂着沽盘(看空)或疯迷牛市(看多)的人们)被涨涨跌跌的重重波浪(理论)所吞没?

日前,在一行情研讨会上,某分析师大谈波浪理论,并对照铜走势图演示“波浪”的具体数法,立即引起台下“波浪”爱好者的争议。

技术分析方法常为技术分析迷们所津津乐道。那么,什么是技术分析呢? 技术分析真能准确地预测市场吗?

技术分析是通过对市场行为本身(如成交量、图形等)的分析来预测市场价格走势的方法。国内早期的期货技术派人士们每日手工计算指标,并绘制图表,用以指导投资,效果卓越。但后来在期货公司陆续引入分析系统,投资者广泛了解技术分析方法并加以实际运用后,技术分析方法不灵

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了，甚至有不少投资者认为，技术指标、波浪理论统统都是骗人的！

笔者以为，技术分析的功效不能简单地一概予以肯定或否定，这涉及具体的概念问题。比如，某种农药对某类害虫是有效的，但时间长了害虫产生了抗药性，我们就要换农药，但我们不能据此就认为，这种农药没用了。说不定过了若干年，害虫的抗药性丧失后，此药又可以起作用。技术分析作为投资分析工具不可不信，但不可迷信。原因如下：

1. 市场行为反映一切。这一假定是说，影响价格的每一个因素都已经完全、充分地反映在价格之中。一项信息公开后，如果商品价格上涨了，则利好；如果下跌了，则利空；如果价格没有变化，那是因为此信息显中性。换句话说，仅仅对商品价格的变化进行分析就够了，而没有必要知道究竟是什么原因在影响商品价格或某个原因究竟对市场产生怎样的影响。

对此，笔者常想，是市场行为反映了一切信息还是一切信息形成了市场行为？如果市场行为包容了一切，那么它只是消化了过去的一切。对未来的一切，它又是如何包容呢？另外，通过商品价格变动所反映出的信息和原有的“一切”信息肯定是有差异的，因为信息损失是必然的。事实上，在一则消息公布之后，市场往往不是反应过头就是反应不足。投资者需要迅速做出判断，才能把握机会。

2. 价格呈趋势变动。“趋势”作为技术分析的核心，“顺势而为”被认为是最佳的投资策略。笔者以为，顺势而为的原则，可以指导投资者的投资。但有些人把它翻译成重“势”不重“价”，就值得商榷了。

当然，期货价格的变动也有随机的一面。我们曾对期货价格数据间的“系列相关性”或“自相关性”进行了大量的统计检验，结果是某些市场无法检验出具有统计显著性的系列相关性，这意味着价格变化具有随机性，不存在所谓的价格运动“趋势”。因而，这些检验结果否定了技术分析方法的存在基础。

3. 历史会重演。投资者在某种情况下，采取某一策略获得了盈利（或导致了损失）；下一次出现了相同或类似的情况，他应采取大致相同（或相反）的策略。这一假定使得投资者把过去的经验当成制定投资策略的参考。

古希腊哲学家赫拉克利特曾经告诫：“人不可能两次同时踏进同一条河流。”也有人说：“人一次也不可能同时踏进同一条河流。”至少历史不会简单

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重复,或多或少都会存在一定差异,所以你如何断定市场走势就一定会重复?学术派人士通过随机数生成的图表说明:随机数不仅同样产生所谓的"趋势",还会产生技术分析人士熟悉的各种各样的形态。

巴菲特说得好,价格是一恍如行走在荒原上的漫无目的的醉汉。"醉汉"又怎么可能循规蹈矩?如果我们坚信历史会重演,在所谓的"顶部"、"底部"进行经验性操作,那么,一旦突破"顶部"或"底部",投资者将遭遇惨败。正确的做法是,投资者既要保护无数次重演给我们带来的丰厚利润,也要注意控制一次改变所带来的损失。

4. 实力机构逆技术操作。目前的国内市场还是中小散户居多的市场,机构投资者较少,但主导行情历来都是实力机构。在投资者广泛崇尚技术分析方法的当今,实力机构往往利用资金优势逆技术操作,或广泛采用套利手段,在技术分析方法提示买进时大量卖出,在提示卖出时大量买进,甚至部分地左右价格使之完全符合技术分析方法的要求,诱使中小投资者掉入技术陷阱。当然,市场容量越大,机构投资者越多,实力机构逆技术操作的成本就越高,其操作成功的可能性就越小。反之,市场容量越小,机构投资者越少,市场操纵的成本就越低,操纵成功的可能性就越大。总之,市场结构的不完善促使操纵者更轻松地逆技术操作,从而导致技术分析方法的失灵。

5. 政府的调控。任何国家的政府都会干预市场,但政策的出台要充分考虑对于市场的可能冲击。政府调控期市的目标是稳定和繁荣。政府既不愿看到期价低迷而导致诸如促进农民增收的目标无法实现,更不愿因期市投机过度而产生过高的资产价格泡沫,由此决定了政策干预的方向往往是逆市场(特别是短期)走势的。如此也限制了技术分析作用的发挥。事实上,任何一个期货投资者都会感受到期货价格随机变动的力量。期货价格变动的随机性特点,决定了任何预测方法都有其局限性。

江恩理论认为,回调第一目标位 1/3 处失守,下一目标位 1/2 将是强支撑,若再失守,那下一目标位 2/3 处将成支撑。如此的"处处皆支撑"暴露出该理论的缺陷。波浪理论第五浪的说法是,"如果始终一个小浪一个小浪地上行,则是延伸的五浪,如果一头扎下去了,则是失败的五浪……"。如此解释对具体投资还有指导意义吗?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过了些时候,石先生发来伊妹儿,说有东西要我帮助看看。我打开附件一看,尽是一些有关"期货其实就是赌"的理由或论证之类。我相当耐心地把信看完,感觉不算别人浪费了我的时间,起码也权当我紧张工作之余,稍微轻松了一会儿大脑。随手打入"垃圾桶",不再理会。

然而事实证明,我的这些近乎"傲慢"的做法,是犯了一个极大的错误。石先生有关"期货其实就是赌"的系列文章,屡屡见诸报刊。起初,我也不觉得有啥,大概就是"别人要怎么说就怎么说罢,与我何干?"的意思。然而,最令我"不能容忍"的是,石先生每发表一篇文章,都要拿过来与我当面"交流"一番。当然,每次他都得到我"不问青红皂白"似的狠命的一顿"批评"! 奇怪的是,时间久了,我非但没有说服石先生,反倒越来越觉得此君的某些言论却不无道理!

以下是石先生的主要观点:

对于整个金融市场,完全的投资行为,不是通过差价炒作来获取利益的,它期望从资产增值(比如投资回收期内运营所产生的利润)中获取利益;而赌博行为是纯粹从游戏结果(运气的好坏)来获取利益。投机行为则是介于二者之间的行为,它完全由获利机会主导,在多数情况下更多地偏向赌博一方。这可能与金融市场交易主体对机会的认识有关,因此,其赌博属性表现更多。

拿股市来说,本来股价的上涨主要由公司的实际盈利来推动,投资的成分占多些,但实际上,正如经济学家吴敬琏所说,股市很像一个赌场,而且很不规范。赌场里面也有规矩,比如你不能看别人的牌。而我们的股市里,有些人可以看别人的牌,可以作弊,可以搞诈骗。做庄、炒作、操纵股价可说是登峰造极。一位英国经济学家也曾说,经济界有两种观点:第一种认为股票市场是一种融资机制;第二种认为股市是一个赌场。传统的经济理论认为,股市价格波动和实体经济是有明显的关系,但是两者之间又有很大的差别。股市有融资的功能,但是更大程度上是一个赌场。

中国股市现阶段有其特殊性,我们还是看看石先生如何看待期货市场的:就期货市场来说,由于是一个完全的"零和"或"负和"的游戏,即市场本身并不直接带来价值增值,投机的成分就大些。可以说,期货市场本身并非赌场,但在交易过程中影响投机交易行为的结果,决定了投机行为的赌博性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

质。就像扑克牌游戏、足球比赛，本身并不是赌博，但由于未来的不确定性，参与者的行为可使其沦为赌博的工具。

石先生谈兴浓时，干脆推而广之：人生其实也是一场赌博。智者用智慧，勇者用胆略，狭路相逢勇者胜，勇者相逢智者胜。有的人抓住了机会，便脱颖而出，开始成功的人生；有的人逃避现实，便常常坐失良机。古有司马迁受宫刑而作《史记》，贝多芬先天失聪却谱写了命运交响乐……现实生活中大多数人是普通人，可是不乏用自己的意志和耐力与命运抗争者。我钦佩这样的人，平凡中透出伟大。赌，当然有输有赢，有胜有败。可是如果你连赌的勇气都没有，凡事听天由命，动辄把挫折和失败归结为命运不佳，生活不公，岂不是连一点机会也没留给自己？

我开始反驳了，从期货市场的功能层面来看，宏观主体可以争夺定价权，发现价格，有效配置资源，实现宏观调控之目标；微观主体可以套期保值，锁定成本、稳定利润、规避风险，通过投资组合和风险对冲来实现资产的保值和增值。就投机者来看，有纯粹的单边投机者，还有专事套利者。退一步讲，即便是赌，赌和赌还不一样，推牌九主要靠碰运气；可打麻将还得根据概率讲技巧。期货投资研究基本面、技术面和市场交易心理当然可以增加胜率。胜率大，才可以做；胜率小，就应该不做。做期货为什么“非赌不可”呢？

石先生说，认识了期货交易的赌博属性，并不是怂恿大家去狂赌、滥赌，而恰恰相反是为了不赌（不纯粹靠运气）。比如说，我的交易系统告诉我现在有买入信号，我会使用固定数量的资金去买入，而不会根据技术面的分析，感觉把握性比较大，而增加投资资金的额度。这就叫赌，但永不孤注一掷（因为是赌，就永远没有百分之百的概率把握）！在出现震荡市或方向不明时，我们不会纯碰运气式地豪赌一气，而是研究各种实战套利模型，体会不赌单方向，只取合理利差（也就是前面讲的资产增值）的超脱感受。

最后我和石先生都赞成这样的口号：投资是一个模糊求索的过程，追求的是一种概率胜算。所谓的精准是苍天对幸运者的庇佑。赌的精神就在于，有所赌，有所不赌。不做没把握的交易，不打无准备之仗。赌的最高境界就是不赌（不纯粹靠运气）！

（刊登于2005－7－7和讯独家。其实是从博弈论的角度研究市场，反

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

映作者与期货各种流派的交流，和对期货本质认识的提高。

计量经济学和金融工程学提供的数量化分析方法，逐渐被应用到期货市场的实证分析中。比如市场有效性、流动性和波动性的研究，市场影响因素的筛选和论证，还有分析预测模型的建立，这一切需要使用者具有较好的概率统计基础和数量化工具的熟练使用能力。作者自 2005 年以来，陆续组织和指导一系列的课题研究，下面节选部分结果。)

附文 8　运用数量化分析方法的几个结果

……沪燃油期货与华南现货燃油的散点图，得出它们的相关系数为 0.981902，呈高度相关性。

表 10　　燃料油相关性分析成果

上海期货价格与华现现货价格相关性		
	现货价格	期货价格
现货价格	1.000	0.981902
期货价格	0.981902	1.000

根据相关数据的整理，不难得出华南燃料油现货价格与沪燃油期货价格的一元线形回归方程为：

$$Y = 1.0754X - 65.58$$

其中，X 代表沪燃油期货价格，Y 代表华南燃料油现货价格。

相关回归检验的输出表 11：

SUMMARY OUTPUT								
回归统计								
Multiple R	0.981902							
R Square	0.964132							
Adjusted R Square	0.963514							
标准误差	84.18928							
观测值	60							

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

方差分析								
	dF	SS	MS	F	Significance F			
回归分析	1	11 050 260	110 502 60	1 559. 046	1. 3E -43			
残差	58	411 094. 4	7 087. 835					
总计	59	11 461 355						
	Coefficients	标准误差	t Stat	P - value	Lower 95%	Upper 95%	下限 95. 0%	上限 95. 0%
Intercept	-65. 5855	68. 35147	-0. 95953	0. 341274	-202. 406	71. 23487	-202. 406	71. 23487
X Variable 1	1. 075444	0. 027237	39. 48475	1. 3E -43	1. 020923	1. 129965	1. 020923	1. 129965

由于R平方等于0.964132，经调整的R平方0.963514，表明拟合优度较高，或者说，样本回归直线的解释能力为96.4%。对于X的系数1.0754，t统计量为39.48475。给定α=0.05，查t分布表，在自由度为n-2=58下，得临界值不足2，而39.48明显大于2，显然通过了T检验，表明期货价格对于现货价格具有显著性影响。这进一步说明了现货涉油企业利用上海燃油期货进行套期保值的必要性。

（节选自《上海燃油期货经济价值的实证分析》，《期货日报》2005-11-17。）

计算美糖期现价的皮尔逊相关系数发现，在置信度为95%的情况下，两者间的相关系数高达0.941，即美糖期现价之间存在高度正相关关系。

对两变量做ADF平稳性检验，发现两者均为一阶单整变量，因此不能直接建立线性回归模型。利用Johansen协整检验（表）发现美糖期现价之间存在长期稳定关系：

表12　　Johansen协整检验

协整向量个数	特征值	迹统计量	5%临界值	伴随概率
0	0. 028055	21. 66905	18. 39771	0. 0168
< =1	0. 005179	3. 343620	3. 841466	0. 0675

因此，根据AIC和SC最小原则选择滞后项2，做格兰杰因果检验如下所示：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 13　　美糖期现价格兰杰因果检验

Null Hypothesis:	Obs	F – Statistic	Probability
SUGARICEFUT does not Granger Cause SUGARICEPRE	647	49. 1659	0. 00000
SUGARICEPRE does not Granger Cause SUGARICEFUT		5. 70653	0. 0035

由表 13 可知,在置信度为 95% 的情况下,美国白糖期现价互为因果,互相引导。

表 14　　随机游走检验表(部分)

滞后阶数	自相关系数	偏自相关系数	Q – 统计量	伴随概率
1	0. 062	0. 062	2. 5259	0. 112
2	–0. 025	–0. 029	2. 9197	0. 232
3	0. 037	0. 040	3. 7933	0. 285
4	–0. 059	–0. 065	6. 0565	0. 195
5	0. 024	0. 035	6. 4445	0. 265
6	–0. 052	–0. 062	8. 2025	0. 224
7	0. 003	0. 018	8. 2073	0. 315
8	0. 028	0. 017	8. 7286	0. 366
9	0. 004	0. 011	8. 7412	0. 461
10	–0. 024	–0. 033	9. 1209	0. 521

由表 14 可知,在 5% 的显著性水平下,滞后 1 – 36 阶的 Ljung – Box (1979) Q 统计量均不能拒绝不存在自相关的原假设,因此 ICE 原糖期货价格具有随机游走特征。

根据对 ICE 原糖期、现货价格之间的协整关系检验、因果检验和随机游走检验的实证研究结果,我们可以得出 ICE 原糖期货市场为有效市场的结论。

(节选自《机构投资者与期货市场发展关系研究》课题,郑州商品交易所 2008 年联合课题研究计划。)

表 15　　静态套期保值比率估计结果

	OLS	VAR	VECM
铜	0. 684	0. 701	0. 712
PVC	0. 119	0. 166	0. 171
豆油	0. 208	0. 210	0. 231
钢材	0. 360	0. 386	0. 410

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	OLS	VAR	VECM
白糖	0.246	0.227	0.229
菜籽油	0.306	0.249	0.275
PTA	0.294	0.258	—
棉花	0.05	0.035	0.038
小麦	—	—	—

各种模型下套期保值比率的计算结果相差不大，且 OLS 方法所计算出的套保比率的值相对于其它方法较低。

表 16　　采用 Ederington(1979)提出的方法对套期保值效率进行评估

	套期保值绩效(OLS 模型)
铜	50.6%
PVC	-11.2%
豆油	6.8%
钢材	21.7%
白糖	11.5%
菜籽油	38.5%
PTA	30.4%
棉花	-5.5%
小麦	—

结论：PVC，小麦，棉花套保效果均较差。

（节选自《完善市场运行机制，提高套期保值效率》，2009 年 11 月，北京期货商会研究项目。）

附文 9　研判与交易的连贯性

牛年的房市、股市、期市，可以说是一个比一个火爆，一个比一个牛。可是许多人猜测房地产“只是一个小阳春”；以为 4 月份“经济危机会来第二波”；认为通胀预期强烈的投资者，也抱怨商品“好震荡不好做”。一句话，真正分析正确并把钱赚到手的人并不多。

其实，从期货市场的角度来看，上述现象并非偶然，任何一波大行情都有同样多的人看反了，做错了。那么究竟怎样才能在市场中取胜？我依然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

笃信基本面和技术面互相印证后的右侧交易法更为有效。下面就以铜为例，探讨分析方法的综合运用，并指导交易的过程。

大家熟悉下面这张 LME 3 月铜的图，究竟 08 年 12 月 24 日的低点 2817.5 是不是底？有一段时间我也是将信将疑。因为基本面上两个比较大的方面是矛盾的，一个是包括中国在内的世界经济出现严重低迷；一个是包括中国 4 万亿在内全球庞大经济刺激计划的实施。但是技术上，我在 2 月 9 日以后逐渐偏向看多，因为 1 月 7 日，1 月 27 日和 2 月 9 日高点逐渐抬高，2 月 20 日以后证明低点也在逐步抬高。特别是 3 月 4 日至 3 月 12 日的 K 线组合，由于 6 天都吃不了 3 月 4 日的一根大阳，坚定了市场看涨的信心。我在 3 月 12 日的中午随即通过公司即时通讯系统告知客户和咨询人员，铜技术上发出强烈买入信号。



图 23　铜技术买点

3 月 12 日以后，受中国废铜供应量减少、国储购铜加之银行大量放贷等利好消息的刺激，铜价迅速上扬。但 4 月 16 日以后，由于世界经济企稳不明显加之猪流感等不确定因素影响，空方伺机打压，有关商品市场已经见顶的言论开始流行。尽管世卫组织很重视猪流感的防治，但是笔者经过细致分析，认为实际影响可能并不大。在公司内部的行情研讨会上，技术方法再度帮上大忙。看看下面的图形，三角形套三角形。我们知道，三角形大多是中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

继型，所以在这张图上，一旦形成三角形，就意味着后市还将上涨。

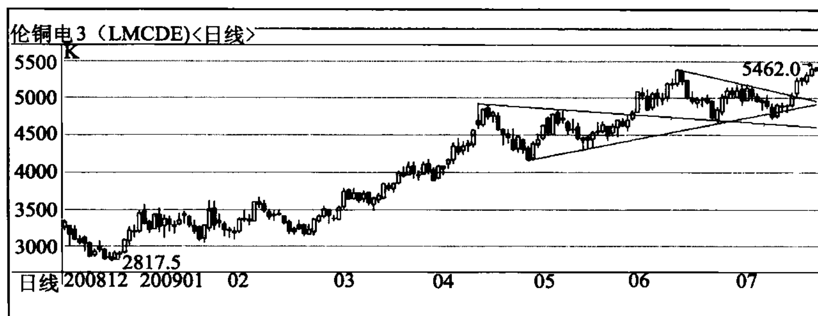


图 24　铜形态研判

需要说明的是，7 月 10 以来的上涨判断，并非完全来自于技术，而主要来自于经济基本面的分析。我在 6 月 21 日的博文中，使用了"商品市场勿轻易言顶"的标题。在 7 月 12 日的博文中写到，国务院总理温家宝 7 日和 9 日召开两次经济形势座谈会，与会同志认为，要保持宏观经济政策连续性和稳定性……必须坚定不移地实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策……八国首脑在会后发表的宣言中承认，当前世界经济和金融稳定仍面临着"严重危险"，需要进一步采取"帮助"措施。就此，八国领导人就刺激经济复苏发出清晰的信号：全球经济出现稳定复苏之前，已经采取的各种刺激措施不会停止。

考虑到国内出现持续向好的数据，比如二季度 GDP 预期接近 8%，发电量由负转正和进出口降幅收窄，国际市场"最困难的时期可能已经过去"，加之美国已达 1 万亿美元的年度财政赤字，可能导致美元走低等，商品市场再度走好成为大概率事件。

大家已经看到政策解读、数据分析等宏观经济基本面分析在指导交易中的实际功效。事实上，关于国际市场"最困难的时期可能已经过去"的判断，依然有技术支持。举例来说，道指目前已经站上 9000 台阶。应该说，通过技术分析，早在 6 月 5 日我就基本估计后市看涨，尽管有随后的（至 7 月 10 日）一个多月的回调，也没能改变这一看法。

（刊登于 2009 年 7 月 29 日《期货日报》，在作者各类培训中多次讲到，综合运用各种分析方法作出研判结论，并与交易结合起来。概括地说，研究讲究前瞻性，交易注重灵活性。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

| 第四章 |

商品投资的货币战争

期货市场的研究重点是商品(或金融产品)的价格,而每种商品的报价都是以某种货币为计价工具的,因此对于货币汇率、利率的分析至关重要。特别是美元主导的货币体系不稳,人民币实行有管理的浮动汇率机制以来,人民币、美元无时无刻不在影响着商品的价格波动。此外,黄金具有较强的金融属性,加上中国黄金期货的上市,这里将黄金一并加入讨论。本章讲解人民币、美元及黄金的走势如何影响大宗商品和股指的价格的,重点讨论美元、人民币在国际货币体系中的地位和作用。

金钱没有祖国,金融家不知道何为爱国和高尚,他们唯一的目的就是获利。

——拿破仑

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一节 人民币升值对商品价格的影响

2005年7月21日中国启动人民币汇率改革,实行有管理的浮动汇率制度;2010年6月19日,中国人民银行决定进一步推进人民币汇率形成机制改革,增强人民币汇率弹性。这两次分别被金融市场解读为人民币升值和重启人民币升值。那么,究竟人民币升值会对商品价格造成怎样的影响呢?

一、人民币升值对商品价格的直接影响

总体来看,不能轻视人民币升值预期对大宗商品市场可能产生的重要影响。无论石油、有色金属、棉花、大豆、小麦、还是天然胶、煤炭、铁矿石,在其他交易条件不变的前提下,人民币相对美元等外币升值,就意味着可以用同等的人民币兑换到更多的外币用于进口,从而导致进口成本降低,进口商品的价格随之就会下跌。同时增加出口产品成本、抑制出口。理论上,一国货币升值幅度和该国大宗商品价格下跌幅度是基本相同的,但是受到心理因素影响,货币升值初期,大宗商品平均价格下跌幅度往往要大于升值幅度。

如果人民币升值,将会对期货投资操作,尤其是投机、套利等产生直接影响。主要表现在:

1. 对投机交易的影响

如果人民币升值,那么以美元标价的商品价格(LME铜、铝,NEMEX原油、CBOT大豆、小麦、玉米等)换算成人民币标价时,其价格会较以前要低。以铜为例,在以前的投机交易实践中,由于贸易、供需等其它因素的影响,当LME金属价格变动10美元/吨时,上海期货铜价格变动幅度为100元/吨左右。在人民币升值后的情况下,当LME金属价格变动10美元/吨时,以人民币标价的上海金属价格变动幅度会变小。这种变化对于根据LME金属价格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

变动而确定上海金属期货价格变化水平的投机者至关重要。

2. 对套利交易的影响

2005年前,套利交易者利用国内外市场进行投资的依据是国内外期市的比价关系。一般认为上海期货铜与LME三个月期铜的比值为9.5－11.5之间。这个比值是一种经验数据。从原理上讲,套利交易者利用的国内外期市的比价关系是一种经验模型。当人民币升值时,国内、外金属价格的比值会下降。套利交易者就需根据修正后的经验模型进行投资。

二、人民币升值对商品价格的间接影响

1. 人民币升值对经济的影响

一方面,在国内经济保持高速增长和日益开放的背景下,人民币升值无疑将降低进口和投资的成本,从而促进经济的可持续增长。另一方面增加出口产品成本、抑制出口,进而不利于经济的增长。一般地说,人民币升值10%,只会使国内经济增速减少0.75%。相对于近年高达9%以上的经济增长率而言,这种影响是轻微的,既不会引发通货紧缩,也不会对就业造成太大压力。有测算认为,在进出口税收政策调整的配合下,人民币对美元汇率上升5%(相对于汇改前),中国贸易条件恶化的问题即可基本解决。之所以分析人民币升值对经济的影响,是因为原油、铜、铝、天然胶等商品的需求与其密切相关。以铜为例,我国绝大部分铜应用于机电产品,长期以来,中国的家电行业都是凭借着“物美价廉”打入国外的市场的,利润已经很薄,同时不少进口国家反倾销政策的出台,也避免了国内生产企业再打低价战。人民币升值无疑削弱这种微弱的价格竞争优势,严重的话还会导致国际分工的变化。因此这将直接影响到家电行业的出口规模,导致对铜的需求也随之减少。并且人民币的升值预期将直接影响到国内消费,对于国内铜价格来说无疑是一个打击。类似的情况也会出现在纺织品的出口和棉花的需求量上。至于小麦、玉米、大豆等产品的需求受经济因素的影响较小。

2. 人民币升值对美元的影响

这里提出分析人民币升值对美元的影响,不仅是由于美国经济在世界

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济中的主导地位，也由于美元是国际金融市场的主要标价货币。人民币升值5%是否意味着美元相对于人民币贬值5%？理论上似乎是这样，但人民币还不是完全自由兑换货币，况且“美元相对于人民币贬值5%”与“美元贬值5%”也是两码事。有观点认为，作为人民币升值对铜价影响的另一方面，中国作为全球最大的铜消费国和主要进口大国，进口成本的下降，导致进口需求增加，又由于市场会做出”中国随后将加大进口数量”的预期，很可能会导致以美元标价的国际市场价格出现阶段性上扬，加深国际供需紧张关系，并进而抑制国内市场价格的下跌。还有一种观点，在汇率大幅波动期间，市场还会派生出保值性投资需求。投资者以弱势货币买入较易储存的货物（如以美元买铜），在未来以强势货币标价出售，可以回避汇率的巨大风险，尤其是利率水平较低时期，此类“金融交易”对市场影响很大。据CRU统计，2002年在欧洲地区至少有90万吨以上的铝锭被“金融融资”锁定，造成目前国际市场现货紧张的局面。

总体来看，人民币升值预期将缓解成本输入引起的通货膨胀压力，加之国内宏观调控效果的进一步显现，某些商品价格可能出现滞涨甚至逐级回调的态势，但短时间内由于对升值的幅度预期不大，估计难以改变商品价格原有的运行趋势。

第二节　美元对商品的主导定价

美国总统乔治·W·布什曾说：“目前最大的问题当然是汽油价格上涨，这影响了这个国家的每一个人，汽油价格上涨的一个重要原因是国际原油价格不断上涨，它的原因是供给满足不了需求……”

事实真是如此吗？我们在研究美元的贬值对商品价格走势的影响时，意外地发现，美元指数自2008年3月12日以来基本维持在一个以72为轴心的上下震荡的平衡走势，然而以原油为代表的商品价格却大幅上扬。这似乎从侧面验证了布什的说法，原油等商品价格上涨的原因是供给满足不了需求，而和美元的升贬没有必然的联系。

这是一个偶然的巧合还是一种常态？美元指数自2001年7月6日见顶

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

121 以来,贬值至 2008 年 7 月已经七年。如以 72 计算,大约贬值了 40%,对应的以美元报价的商品理应上涨约 70%。但是我们举目望去,以美元报价的大宗商品,与 2001 年相比,原油价格大约上涨了 8 至 9 倍！铜离低点大约涨了 5.2 倍,黄金上涨了 2.76 倍,黄豆上涨 2.88 倍,小麦上涨了 2.14 倍,玉米大约上涨 2.75 倍。糖和棉花上涨幅度较小,但是糖也有大约 1.8 倍,棉花上涨了 1.47 倍。

以 CRB 指数 594.13 同 2001 年 4 月的低点 181.83 来比较,平均大约上涨了 2.2 倍。为什么?

这时候人们有理由计较 CRB 指数算法的调整,特别是前几年对于能源类产品权重的提高,而最近几年恰恰原油等能源类产品价格涨幅巨大。以原油连续图看,同 2002 年 1 月 17 日的低点 15 美元比较,原油价格大约上涨了 8 至 9 倍!

但是剔除能源类权重增加的因素,以未调整的 CRB 指数 461.43 除以 181.83 进行计算,这些商品的平均涨幅也大约有 1.53 倍。与上述列举的商品的平均涨幅基本吻合。但是与美元指数推算的理论涨幅仅 70% 相去甚远,这又如何解释呢?

这时候,我们需要再追究美元指数的含义,美元指数是综合反映美元在国际外汇市场的汇率情况的指标,用来衡量美元对一揽子货币的汇率变化程度。它通过计算美元和对选定的一揽子货币的综合的变化率,来衡量美元的强弱程度,从而间接反映美国的出口竞争能力和进口成本的变动情况。币别指数权重(%)分别为:欧元 57.6,日元 13.6,英镑 11.9,加拿大元 9.1,瑞典克朗 4.2,瑞士法郎 3.6。如果美元指数下跌,说明美元对其他的主要货币贬值。

横向地看,美元指数只是相对于这另外 6 种货币的强弱程度。换句话说,如果其它 6 种货币全部或部分也在贬值,则美元指数无法将这一因素也反映进去。比如说,中国国内最近 3 个月 CPI 高企,而美元相对人民币(当然人民币并未记入美元指数中)还在快速贬值。所以相对而言,美元最近 3 个月仍在贬值,而且比人民币贬得还要凶。纵向地看,美元指数只是反映对外汇率变化的情况。换句话说,还没有考虑美国国内美元贬值的因素(比如 CPI 等)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

按照全面、综合这种意义来看，如果以2.2倍和1.53倍的物价涨幅进行推算，那么美元相对于7年前（美国国内）大约贬值60%至70%！而且世界上绝大多数货币可能都在贬值，只是贬值的幅度各有不同而已。世界货币已经进入贬值竞赛，主要货币中，美元的贬值幅度最大。

回到开头提出的问题，美元自2008年3月到7月，由于其它货币普遍存在贬值现象，尽管美元指数没有大的变化，美元实际仍在贬值，美元贬值是原油等商品价格上涨不可忽略的重要因素，美元的贬值程度远高于美元指数所反映的，美元是世界货币贬值竞赛的领跑者。

第三节　金光永远灿烂

黄金不同于一般商品，从被人类发现开始就具备了货币、金融和商品属性（金银天然不是货币，但货币天然是金银），因而具备极高的投资价值。

黄金辉煌的历史

1. 上世纪初，美国货币本位制度历经由金银复本位制、金本位制、金汇兑本位制的变迁。1944年达成的布雷顿森林协议体系，逐渐形成国际金汇兑本位制。

2. 60年代末越战的困境使得美元大幅走弱，黄金走强，导致美国在35美元/盎司的价位大量抛售黄金上万吨，但仍未能阻止黄金走强，双重压力下，美国彻底放弃金本位，布雷顿体系解体。

3. 石油危机和前苏联入侵阿富汗事件，随着原油的暴涨和美元持续贬值，伦敦黄金现货价格在1980年1月达到历史高位850美元/盎司。

4. 布雷顿森林体系走向解体后，在1976年召开的牙买加会议上确定了黄金非货币化原则，黄金的货币功能开始弱化。在国际资本追逐财富的过程中，黄金被以各国央行为代表的国际资本打压下，震荡走低的行情持续了近20年。其中，1999年英国央行在285美元/盎司时宣布抛售其一半黄金储备（415吨），伦敦现货黄金价格走到该次大熊市的最低点251.70美元/盎司。

5. 进入21世纪后，黄金价格重新进入暴涨阶段。主要原因：

——美联储连续长时间降息，使得资本市场信用恶性扩张，美元加速贬

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值，各种资金进入以黄金、原油、铜为代表的资源市场，导致全球商品期货市场、房地产市场暴涨。

——各国央行在长达20年的大熊市屡屡相继抛售黄金阻击黄金价格，使得黄金价格被严重低估，价值回归动力极强。

——由于黄金生产商在上世纪末大跌中或借央行黄金抛售，或在金融市场利用各种金融衍生品建立保值空头，黄金价格的上涨使其大量回补空头部位，加速了黄金的上涨。

布雷顿森林体系走向解体后，由于持有黄金并不能直接带来利息收入（黄金除了在信贷市场上央行可能通过租借黄金给其它央行可得到很少量的收益），又不是经济增长中急需的资源。20世纪80年代以来，消费需求占了黄金需求的大部分。而消费需求中，黄金首饰需求在发达国家已基本饱和，首饰需求的增长主要集中在亚洲地区。工业、医疗、科研等行业占消费需求的比重较小，黄金在国际储备体系中的地位和价值曾一度遭到质疑。然而在经历了一系列的金融风暴之后，黄金的功能和作用再度显现，黄金的投资价值重新被人们所认识。

黄金的投资价值主要体现在以下几个方面：

1. 对外可以有效防止外汇储备资产的贬值。由于黄金具有国际储备功能，一旦美元或欧元大幅下滑、通货膨胀加速，或战争爆发，黄金就会成为很好的避险工具。在东南亚金融危机中，马来西亚、韩国和泰国都动员居民将手中持有的黄金换成政府债券或换成美元支付外债或用于干预目的以支持本国岌岌可危的货币。黄金资产还具有特殊性。黄金储备完全属于国家主权范围，一国拥有黄金可以自主控制，不受任何其他国家权力的干预。也不受任何国家的经济政策的直接影响。最近以来，中国央行在美联储宣布降息后面临困境的事实证明，黄金储备太少不仅是中国的风险，也是世界货币体系的风险。

黄金与美元指数呈反向变化。通过对美元指数和黄金收盘价格进行相关分析（2002年～2007年），相关系数为－71.60%，属于高度负相关关系。在美元不断贬值的情况下，持有黄金储备可以达到保值增值的目的。

2. 黄金也是防范国内通货膨胀的重要手段。对于新兴国家的市场来说，低利率、高油价和投机基金的肆虐放大了通货膨胀的程度。为了遏制通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 25　黄金价格与美元指数呈反向走势

货膨胀可能引发的经济泡沫，通常采用加息的宏观调节手段。黄金则是防范通货膨胀的另一种有效手段。历史数据证明：黄金的价格随通货膨胀指数同步上涨，并且上涨幅度领先于通货膨胀指数；而通货紧缩期间，黄金的价格不一定同步下跌，或者下跌的幅度低于通货膨胀指数。纸币可能一钱不值，金光永远灿烂。世界黄金协会的一份名为《黄金价格的长期和短期决定因素》的报告中称，黄金价格和美国的物价水平存在长期、固定的正向相关——美国的物价指数（CPI）每增长 1% 就能带来黄金价格上涨 1%。根据我们对（1997～2007 年）的相关数据分析，黄金价格与美国 CPI 的相关系数为 0.85。

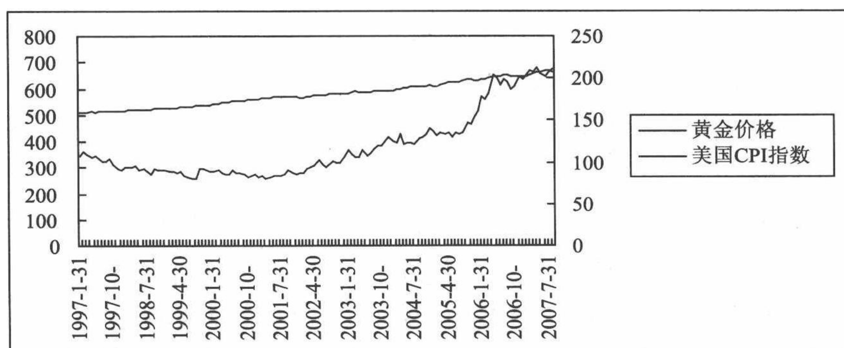


图 26　美国 CPI 与黄金走势图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下面将对黄金保值的三种途径:金条、黄金首饰、黄金期货逐一探讨。

(1)金条保值

金条是最基本的保值方式。最近10年美国物价指数与黄金价格呈现极强的正相关趋势,物价10年上涨了23.7%,而金价上涨了188.31%,大大超越了物价上涨的水平,所以,如果10年前买入金条以对抗购买力下降,不单能保值,甚至有增值的作用(当然,有些年份情形不同)。

(2)首饰保值

首先从购买成本来看,首饰的售价是黄金价格,加工艺加工费用,加店面租金,加品牌费用等等,由于有了这一系列的费用,一般黄金首饰的价格比黄金现货价格高出大概15%~25%左右,首饰金的保值性大打折扣。

其次,由于黄金性质的稳定性使得黄金不易黏合焊接,所以在雕刻加工黄金首饰的时候,或多或少的都会含有焊药。然而消费者在购买黄金首饰时,商家都是以饰品整体的重量来计价,而不会把这些焊药的重量除外,首饰购买者把这些非黄金的成分按照黄金的价钱买走。然而,首饰如果当做黄金卖出去,焊药是不算重量的。黄金卖场会在黄金现货报价的基础上折价5%~7%,又损失了不少价值。

因此,在首饰的一买一卖中,黄金价值大概折损了20%~32%,而2007年中国居民消费价格(CPI)也仅仅上涨4.8%,美国10年的CPI也仅仅上涨了27.3%,购买首饰来保值,将得不偿失。

(3)期货保值

由于仅占用黄金价格10%的保证金就可以购买黄金,从而减少了现金的占用量,提高资金利用的效率。首饰卖出有5%~7%的折价,现货黄金卖出也有每克3元的手续费,而买入黄金期货后再卖出总共仅有每克0.18元的手续费,几乎可以忽略。此外,黄金期货还有诸如交易方便;流动性好;不担心买到假货等等。

3. 黄金可以作为多元化投资组合中的一个工具。黄金具有高流动性、高安全性和低收益性的特征。较高的流动性,使其可随时按市场价格变现,这符合储备资产应对不时之需的特点。同时,虽然黄金的收益性较低,但其具有较强的避险功能,可以与风险和收益均较高的资产构成资产组合,保证在风险不变的情况下,增加投资组合的收益。传统的黄金投资需求包括金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

条、金币和金牌的收藏。许多基金将黄金期货作为投资组合的一部分，以降低风险，提高收益。当然，作为政府宏观调控的需要，黄金期货也可以起到吸纳过剩流动性的作用。

CRB 指数作为一系列商品期货价格走势的综合指数，同样反映了以对冲基金为主流的资本市场的做多意愿和信心。作为 CRB 的重要组成，黄金价格与 CRB 指数有着高度的相关性，从 2002 年 10 月至今，两者之间相关系数为：0.7905。

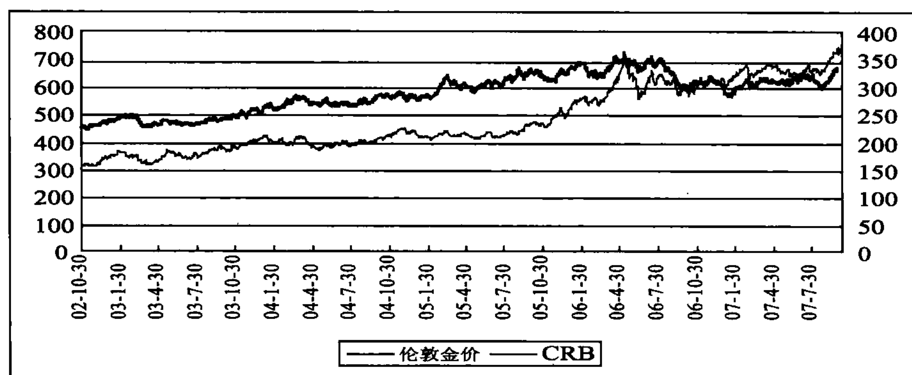


图 27　黄金价格与 CRB 指数

4. 中国黄金的特殊投资价值。在新中国成立至 1982 年的三十几年里，中国普通大众与黄金无缘，虽然知道黄金很值钱，黄金很贵重，但无法接触到黄金，缺乏对黄金有关知识的了解与认识，对于黄金的重要作用和金融功能了解更少。这个黄金断层实际上导致了整个社会对黄金的普遍无知和漠视。种种原因，造成中国大陆人均黄金制品只有 3.5 克左右，人均黄金年消费量只有 0.2 克，消费数量集中在黄金饰品上，与港、台地区和西方国家的水平差距悬殊（阿联酋人均年消费黄金多达 30 克），离印度人均年消费约 1 克的水平也有很大距离。预计今后几年中国的黄金消费将从以往每年 200 吨左右增加到 400 吨至 500 吨，这对国际黄金市场的价格将会产生非常重大的影响。

从投资需求来看，中国黄金市场在彻底开放之后，将令世界再度吃惊，中国民众在黄金金融市场上的投资能力不可低估。当前中国经济持续快速

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增长，人民币稳定升值，但货币流动性过剩，资产价格高企，通货膨胀压力日益显著。房地产、国债、股票等传统投资方式已经很难满足投资者的需求。在世界货币竞相贬值的背景下，黄金期货作为黄金投资的高级衍生品种，其上市将进一步提升了黄金的投资价值，中国黄金投资的热情将再度被点燃。

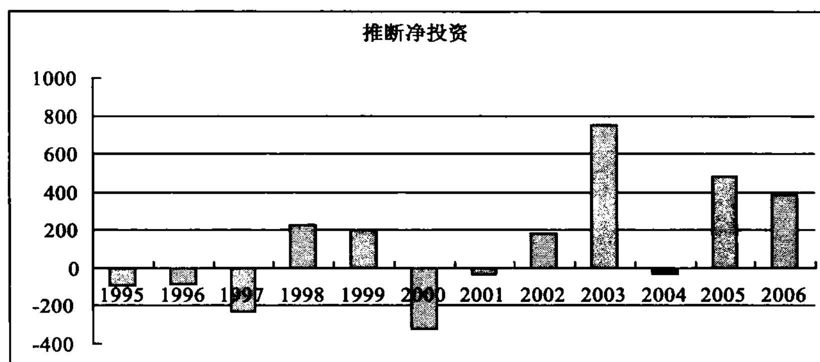


图 28 黄金推断净投资

5.“黄金再货币化”思潮的反映。

从长期来看，黄金的涨势不能持续，毕竟黄金不像粮食、原油以及有色金属等品种是人类生存和经济发展所必需的，其刚性需求并不大，所以，在经济危机或其他灾难来临时黄金的价值得以体现，而一旦经济好转，它的避险魅力将会逐渐暗淡。

但是，黄金是一个很特殊的贵金属品种，具有保值功能，每当灾难来临时，黄金在下跌过程中常常出现较大的反弹，因此总体跌幅不大。如果考虑美元的因素，一旦美元再次大幅贬值，很有可能将导致黄金价格再度上涨；而一旦美元走稳，证明货币危机暂时缓和，黄金也跌不了多少。当市场对美元丧失信心，而又找不到其它令人满意的替代货币时，黄金的价值就会上升。虽然目前美元的霸主地位受到挑战，但在新的主导货币还没有形成时，黄金的地位仍会是继续上升的。因此，中、短期来看，黄金的表现依然良好。

中国过春节（2009 年），全球好羡慕。（中国增加黄金储备）传闻真也好，假也罢，金价真的是涨上来了。黄金的走强绝不是单纯的传统的保值需求那么简单，实际是一种“黄金再货币化”思潮的反映。实质是把黄金当成一种准货币。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种思潮只有当旧的货币体系稳定下来或者新的货币体系建立之后，才会停止(会不会停止呢，我相信会，但肯定不是现在)，但现在还看不到这种可能性，因此金价有再度走强的可能。

总之，作为主要反映通胀的指标，黄金在国际货币体系的变局空档期中，有再货币化的思潮影响，而在抑制资产价格泡沫时，资产许多价格受到干预，黄金也许会成为唯一的例外。投资人应当充分理解其价值，寻找恰当的低点，将其纳入抵御通胀风险的组合加以配置。

附文 1　人民币升值是中长期预期

近日，有关人民币升值的传闻再度影响金融市场。但笔者经过分析人民币升值预期的主要原因后发现，人民币升值是中长期预期，而非短期现实。

美元持续贬值刺激人民币升值预期

近年来，美元汇率不断下跌，盯住美元的人民币当然也相应持续贬值。单 2003 年美元贬值幅度就高达 15%。目前来看，美元第一轮贬值已基本结束，主要是对欧元、日元等发达国家货币进行贬值。预计 2004 年美元新一轮的贬值将逐步展开，主要是对人民币、巴西雷亚尔、阿根廷比索、墨西哥比索、泰铢等发展中国家的货币贬值，美元贬值将持续到 2004 年末。人民币与美元汇率自 1994 年以来，一直保持在 1:8.28 左右。美元升值的时候，人民币没贬值；那么美元贬值的时候，人民币有必要升值吗?

经济的强劲增长促成人民币升值预期

人民币紧跟美元的贬值给中国经济带来了一些好处，主要表现在提升了出口产品的价格竞争优势，增加出口，改善就业，拉动了经济增长。一国的货币是一国政治、经济、金融等状况的综合反映。人民币升值预期的另一原因(也是最根本的原因)是中国经济的强劲增长。但中国的整体经济实力还不强，抵抗风险的力量还很薄弱，地区间发展又极不平衡，市场发育很不完善。在经济加快发展中也出现了一些新问题，特别是投资规模偏大，部分行业和地区盲目投资、低水平重复建设严重，一些城市建设规模过大、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标准过高，能源、交通和部分原材料供求关系紧张。货币信贷增长过快，贷款结构不合理，金融系统存在不少问题和风险隐患。这些都不支持人民币大幅升值的预期。

然而，人民币持续贬值的负面影响也在日益显现。首先国际贸易条件恶化，与国际贸易伙伴之间的贸易摩擦增加。其次，维护人民币弱势地位的成本也在不断提高。在人民币升值预期下，大量热钱流入国内金融体系，在增加宏观调控难度的同时，也带来了金融稳定的隐忧。第三，随着经济的增长和人民生活水平的提高，我国对石油、有色金属、天然胶等生产资料的需求越来越依赖于进口，甚至大豆、小麦等粮油类生活资料需求也成增加之势。美元的贬值加大了这些商品的进口成本，损害了国家的整体利益。第四，外汇流入的增多和国际收支顺差的不断扩大，导致央行通过人民币外汇占款渠道投放的基础货币大幅增加，又导致全部金融机构新增贷款超出了预计目标，直接导致生产和投资领域的价格和房地产价格大幅上涨。

毋庸讳言，目前被动地盯住美元的汇率制度限制了中国宏观经济政策的自由度，给中国带为了不少额外的财政、准财政负担，并且潜藏着通货膨胀危机；而且，一个真正的世界经济强国也不可能将自己的货币永远盯住另外一种货币，盯住美元的汇率制度只能是人民币汇率制度发展史上的一个阶段而已。从中长期来看，人民币必将与美元脱钩，走向更加弹性的浮动汇率。然而，长期目标未必等于近期目标，欲速则不达是世间的常理。

周小川行长在2004年人民银行工作会议上说，要积极培育外汇市场，增加外汇市场交易主体，丰富外汇市场交易品种，使汇率更加真实地反映外汇市场供求关系和变化，完善汇率形成机制，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

上述表示，与以往稍有不同，不排除今年晚些时候或明年初，中国放宽人民币波动范围或采用一揽子货币的可能性，但升值的幅度不会很大，估计会在5%左右。

在国内经济保持高速增长和日益开放的背景下，人民币升值将降低进口和投资的成本，从而使人民币的收益增加。因此，就中长期而言，人民币汇率波动范围变宽，似乎无法避免。诚如有专家所指出，保持汇率基本稳定，并不意味着绝对不动，在一定条件下，本币适度升值反而有助于币值稳定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（本文发表于2004年2月24日《期货日报》，在期货业内较早预测、研究和评论人民币升值的问题。）

附文2　CPI不高为何还要加息？

一年多来，在经济话题中，人们已经不再那么关注GDP了，取而代之的是CPI。政府的宏观调控要看它，央行会否加息看它，储户选择存期要看它，房地产、期货、国债、外汇、黄金等投资者要看它，甚至拿菜篮子的主妇们也在议论物价是否又要涨。一句话，CPI牵动亿万人的心。CPI，国家统计局认为是“从消费者角度衡量消费性商品和服务项目价格水平变化的一种价格指数，衡量通货膨胀或通货紧缩最重要的价格指数”。

最近的形势似乎有利于CPI将走低的预测……看来宏观形势真的发生了令人乐观的转机，连加息似乎也不需要了。然而，5月16日国家统计局公布4月份CPI指数上涨1.8%，市场却盛行加息的传闻。CPI不高为何还要加息？

1. CPI能否完全反映物价形势

据了解，CPI由食品、烟酒及用品、衣着、家庭设备用品及服务、医疗保健及个人用品、交通和通信、娱乐教育文化用品及服务、居住等八大类，251个基本分类，约700种商品和服务项目构成的。由于政府一直没有公布其具体构成权重，市场的推测结果是：食品34%，烟酒及用品5%，衣着9%，家庭设备及维修服务4%，医疗保健及个人用品11%，交通及通信9%，娱乐教育文化用品及服务15%，居住14%。其中居住类主要是指居民用在房租、装修等方面的开销。房价、医疗保险、教育费等属于居民的重大开销都没有纳入CPI的统计，这与普通人的想象有较大的出入。

从这一侧面可以看出，由于其选择参考的商品篮子没有透明度，本身信息构成十分局限，CPI指数的构成权重与实际居民消费结构并不符，一些指标是估算、估测得来的，也可能掩盖真正的物价水平。在中国，讨论是否通过利率来控制通货膨胀，应该考虑更多的指标，比如，GDP平减指数……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 只看相对数不看绝对数

据国家统计局公布，2004 年 CPI 指数上涨 3.9%，2005 年头四个月，则分别上涨 1.9%、3.9%、2.7% 和 1.8%。仅看这些（相对）数据似乎还不足以引起人们的担忧。但是，城镇固定资产投资（FAI）已出现反弹。一季度城镇固定资产投资完成 9 037 亿元，增长 25.3%。我们发现 3 月份 FAI 的同比增速（26%）比 2004 年 12 月（21.2%）提高 4.8 个百分点，而且均高于前 4 个月的增幅。更重要的是，FAI 在第一季度的增速是在去年同期大幅增长 43% 的很高基数上取得的，显示投资增长规模很大。

接连发生的煤矿事故，乱采滥伐事件，还有日益严重的环境污染，是否在警示过度投资的危害性，过高的增速真的难以为继？

3. 只看现实数不看预测数

尽管 2004 年粮食丰收，但是 2004 年粮食价格仍上涨了 26.4%。2005 年初，粮食价格仍保持稳中略升的态势。据 2005 年 3 月 31 日统计，与 2004 年同期相比，粳稻上涨 22.5%，小麦 16.9%。目前粮食价格接近 1996 年的历史高位。2005 年初，原油价格一改 2004 年底的回落态势，一路攀升。最近，WTI 原油期货 8 月合约一度上探 60 美元/桶的近期新高，3 月 31 日，高盛发布报告称原油价未来几年可涨至 105 美元/桶。2005 年 4 月 1 日起，进口铁矿石价格提高 71.5%。

煤、电、油、运等"瓶颈"部门的价格受国家管制或干预。水、电、燃料调价的压力较大；城市交通、医疗服务费、旅游景点门票等存在调价压力。长三角、珠三角地区的最低工资已上调 10% －20%，而民工短缺的问题依然存在。

两年来，包括原材料、能源以及工业化中间品都出现了长期上涨现象。根据资料显示，仅今年 1、2 月份，原材料、燃料、动力购进价格已分别同比上涨 10.8% 和 9.8%。CPI 作为一个滞后性的统计指标，在过去一年没有有效地传导上游生产资料价格的上涨，随后将有逐步传导的可能。

4. 通货膨胀还是通货紧缩

有学者认为："以 CPI 涨幅计的 4% 上下的通货膨胀在中国仍是一个可接受的物价水平。"更有学者称，如果 2005 年在名义上"双稳健"的旗帜下，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实际上贯彻严厉的限制贷款的政策，甚至像一些人所建议的那样继续升息，那么无需多长时间，中国的情况就将急转直下，物价增长会戏剧性地由正转负，经济增长会忽然由热转冷，宏观调控也将不得不从防范通胀转而变成防止通缩了。

房地产投资依然快速增长，房价增幅提速。今年一季度全国35个城市住宅价格平均上涨10.5%，统计局4月20日公布的数字更是高达12.5%。随着《国务院关于深化改革严格土地管理的决定》开始实施，这一措施，必然使土地价格有较大幅度上涨，带动房价上调。

5. 不加息不合理

我国持续一年多存款是“负利率”。也就是把钱存在银行里，得到的利息还不足以弥补通货膨胀所带来的损失。以目前2.25%的一年期存款利率和4%的通胀率计算，现在的负利率水平为1.75%，也就是说1万元存一年，加上20%的利息税，实际损失为220元。

国际市场价格的上涨也成为今年物价上涨的重要压力。国际石油等初级产品价格持续上涨，通过三个途径影响国内物价：一是直接推动国内物价上涨的“输入型通货膨胀”；二是因进口价格提高而产生的“成本推动型通货膨胀”；三是带动工资、利率、租金等上涨，引发产品价格全面上涨。

宏观调控成功的秘诀在于要走在市场前头，并且力度拿捏得恰到好处。一季度GDP同比增长9.5%，与2004年全年增速持平，但高于去年下半年的增速，表明经济依然过热，加息势在必行。

（2005年4月25日发表于和讯网的这篇文章，在全面分析CPI不高背后的原因后，提出尽快加息的必要性。但是人民银行2006年4月28日才开始新一轮的加息，而在2007年不得不密集加息。）

附文3　加息救不了美元

美元指数自去年底触低点80.42以来，6月13日攀升至89.35，如果按照2月10日的高点85.44作为双底的颈线位的话，理论上美元指数至少应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该涨至90.46。事实上,美元指数已经在7月8日创下90.78的高点,而K线图上只有92一带有些压力。换句话说,以现在的美元走势图进行技术分析,美元指数如果进一步上攻92一线,人们应该也不会太意外。然而这种短期的预测并非大多数人关注的焦点,他们往往都想知道:美元是否就此步入了牛途?

高利率是一种稀缺资源,至少在短期内能够支撑美元汇率。美联储继2004年6月以来第9次加息,美国联邦基金利率已达3.25%,且美联储逐步加息的态度非常明确,预计年底会将利率提升到3.75%甚至4%。而欧元区继续维持2%的基本利率。目前美国的两年期国债收益率约为3.65%,而德国为2.37%,日本为1.15%,中国最近一期两年期国债发行利率仅为1.58%。随着美国利率上升,2005年,两年期美国国债收益率可能超过4%。美元升息及其预期使得美元资产对外国投资者更具吸引力,投资美国的推动力强劲,从而有利于美元逐步平稳。

靠加息就能扭转美元的颓势吗?东南亚金融危机时,东南亚国家的中央银行先后采取了提高本币利率的政策(以泰国为例,当时该国中央银行将隔夜拆借利率甚至提高到15%的水平)。这些国家的中央银行认为通过提高利率,会使得那些从本国银行获得本币贷款的投机商承担更高的利息成本,这样就可以打击投机行为,从而阻止投机商进一步利用本币来做多美元。事与愿违,这项政策颁布以后,这些国家的货币反而以更快的速度贬值,终于酿成了金融危机。其实,提高利率的做法只是人为地增加了投机商的融资成本,而美元的投资价值和其融资成本(泰铢的利率)关系不大。因此,投机商依然看好美元,继续做空泰铢,泰铢就此一路贬值。根据经济学原理来分析:提高利率的做法,属于紧缩性的货币政策,必然伤害该国经济的长远发展。从中长期来看,这一决定会进一步削弱该国货币的价值,因而对于投机商来说,他们看好美元必然会相对于泰铢进一步升值。无论投机商的融资成本有多高,都不能改变美元会升值这个预期前景。因此,东南亚国家的中央银行采取提高利率的做法难以奏效。经济界普遍认为,只要美国的双赤字问题不能得到根本缓解,美元的贬值就会持续下去。今年截止到目前,美国的贸易逆差按年率推算为6816亿美元,比去年全年创纪录的6176亿美元高出10%。至此我们似乎可以给美元的中长期走

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

势下结论了。

然而，美国商务部7月13日公布的数据显示，美国5月份的贸易逆差与前一个月相比下降2.7%，为553亿美元。由于近来税收出乎意料地强劲（至今的收入已经比上年度同期增长15%以上），白宫最近又调降预算赤字预估。目前预计截至9月30日止的财年预算赤字为3 250亿美元，远低于原先预估值4 270亿美元（2004财年赤字则为4 128亿美元）。另据美国财政部的报告，6月份美国政府的财政盈余为224亿美元，为3年来同月最高水平。在从去年10月1日开始的本财年头9个月里，美国政府的财政赤字为2 498亿美元，比上年度同期的3 272亿美元减少了23.7%。

进一步分析得出，双赤字问题的缓解与美元最近几年来的连续大幅贬值有关系：第一，美元贬值对减少贸易赤字的效果正在显现。虽然从2000年10月到2004年9月，欧元兑美元汇率升值了接近50%，但美国对西欧国家的年贸易赤字扩大了86%。但这可能是美元贬值对减少贸易赤字有滞后效应（最近的数据有利于"汇率变化对贸易的作用一般要滞后两至三年"的说法）。第二，海外美国企业的资金回流对美元汇率起到了很重要的影响。摩根士丹利认为，在过去几年中，美元的贬值帮助美国企业从海外投资和业务中获得了丰厚利润和回报，而随着美元汇率回升，美国企业对汇率风险变得敏感。随着美国《本土投资法》大幅下调投资于本土的海外企业所得税税率（按照美国众议院税务委员会去年年底通过的《本土投资法》，美国公司海外收益的所得税税率由35%下调为5.25%，期限为一年，条件是将这些收益投资于美国），更多海外美国企业将把海外利润汇回本国，从而对美元汇率近期走势构成支撑。第三，人民币的升值扩大了美元贬值的效果。由于美国与中国的贸易赤字占美国贸易赤字总额的四分之一（2004年达到26.2%），原来人民币保持与美元的汇率稳定，极大的遏制了美元的贬值效应。鉴于中美贸易具有鲜明的互补性，现在人民币与美元的汇率变革，将减少对美国的出口。虽然美国仍然需要从其他地区进口同类产品，但美元贬值的效果暂时可以部分得到体现。

一直以来，巨额贸易赤字都被视为美元不断贬值的罪魁祸首之一。但笔者对美国的赤字，尤其是贸易逆差状况仍持审慎态度。因为一些影响市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场的因素似乎是暂时的。比如4－5月油价有所回落，这令美国石油进口额增长得以放缓。但之后油价反弹，因此石油进口额的下降是否是暂时的，需观察6月和7月贸易数据。与此同时，美联储自去年6月以来连续加息，可是10年期债券收益率却不涨反跌，目前美国2－10年期债券的收益差仅为32点，位于4－5年最低水平。根据近20余年的历史经验表明，美国短期利率极少时候高于长期利率，短期利率曲线一旦上穿长期利率曲线，美联储通常会维持利率稳定，甚至降息。由此看来，美联储虽然存在继续加息的可能，但事实上利率上升的空间不太大。再看美国经济的前景，领先指标通常是衡量美国经济前景的重要指标之一。美国领先指标年内多在低位徘徊，最高值也不过0.1，但最低值却创下多年低点－0.5，如果以该指标连续3个月下滑即预示着该国经济即将进入衰退期判断，那么美国经济可谓前景堪忧。当然美元的汇率是一个相对数，研究美国的情况的同时，不能忽视英国、欧元区、日本甚至中国、印度等其他市场及货币的情况，但某些货币的走软是否也是偶然和暂时的呢？笔者以为，美元能否持续走牛取决于双赤字问题能否根本得到缓解，以及美国的各项政策能否吸引到足够的外国资金来弥补经常项目的赤字。

综上所述，美国存在继续加息的可能，但是预期升幅有限。长远来看，暂停加息的迹象将逐步显现，提振美元需要其它的强力手段，仅靠加息救不了美元。

（2005年8月1日，《期货日报》发表该文，立即得到各大媒体的转载。此后美元指数仅反弹到92.63就大幅下跌到接近70，本文是作者代表作之一。）

附文4 中国黄金储备偏低的原因及对策

在研究中国的黄金储备时，我们惊奇地发现，中国官方的黄金储备占外汇储备的比例与世界上大多数发达国家相比明显偏低。在亚洲，日本仍然较中国高得多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 17　　国际官方黄金储备比例情况(2009 年 9 月)

国家	黄金储备(吨)	%黄金占外汇储备
美国	8 133.5	67.87%
德国	3 407.6	64.01%
IMF	3 217.3	n.a.
意大利	2 451.8	62.34%
法国	2 435.4	63.32%
中国	1 054.1	1.45%
瑞士	1 040.1	28.02%
日本	765.2	2.32%
荷兰	612.5	50.09%
俄罗斯	591.1	4.58%

来源:国际货币基金组织统计报告(2006 年底)

一、中国外汇储备中黄金偏低的原因

中国外汇储备中黄金为什么这么低?是中国的黄金矿藏少,还是产量低?资料显示,中国黄金探明储量为 4000 至 5000 吨,约占世界探明储量的 10%,不算少。至于产量,从表 20 中可以看出,中国是世界主要产金国之一。

表 18　　主要产金国矿产金产量(1996－2006 年单位:吨)

国家	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
南非	494.6	527.0	496.9	476.5	454.0	417.3	418.9	398.3	363.3	315.1	291.8
澳大利亚	289.5	313.2	310.1	299.5	296.4	285.0	266.0	283.4	258.1	263.0	244.5
美国	329.3	362.0	366.0	341.9	355.2	334.5	298.7	280.8	260.3	262.3	251.8
中国	158.5	162.8	165.2	162.8	172.2	192.8	201.9	210.6	217.3	229.8	247.2
秘鲁	64.8	74.8	92.1	128.5	132.6	134.0	157.3	171.6	173.2	207.8	203.3
俄罗斯	132.8	138.0	127.3	138.4	154.3	165.1	180.6	182.4	181.6	175.4	172.8
印度尼西亚	92.5	101.6	139.1	151.5	139.7	182.9	157.9	163.7	114.2	166.4	114.1
加拿大	164.7	171.5	164.3	157.9	155.0	157.4	148.2	140.5	128.5	119.5	104.0
乌滋别克斯坦	78.3	81.7	80.4	88.1	87.5	83.4	82.6	80.0	83.7	79.3	78.5
巴布亚新几内亚	54.1	49.1	63.2	65.0	76.4	68.1	65.1	68.6	74.5	69.2	60.4

数据来源:《黄金年鉴 2007》

那么是不是中国官方在售金呢?翻阅有关资料,你就会知道,与某些国家不同,最近十年来中国官方黄金储备量还是有所增加的。

中国的黄金储备不仅相对于外汇储备较少,就是在绝对量上与其它国家比较也偏少。因此研究中国的黄金储备有必要翻开中国的黄金历史。考古发现,和世界其他民族一样,黄金在中国也是财富的象征和货币流通工

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具。在汉代以前商品流通领域中黄金流通总量也并不缺乏，汉代以前的墓葬考古中发现了大量的黄金饰物以及历史文献中明确的记载等得到印证。据记载，皇帝对有功的大臣、战将等往往动辄就赏赐几百斤的黄金。但在汉朝以后黄金总量就突然减少了。由于中国黄金总量上的缺乏，使得黄金很难成为财富流通中介的主角。在中国近代历史上承担流通货币功能主角的实际上是白银。中国“贫金”的现实一直延续到21世纪的今天，而产生中国“贫金”现象的主要原因有以下几点：

1. 历史原因

对于中国历史上的黄金总量突然减少，直到现在还是一个谜。有一种说法，从汉代以后，中国朝代更替频繁，农民起义层出不穷，各种战争绵延不断，而当时的黄金事实上是掌握在王公贵族和地主阶层手里，这些人恰恰是各种战争与农民革命的对象。为了保存这些财富，这些人必然要藏匿黄金。这些人中的很大一部分被革命浪潮所消灭，这些被藏匿的黄金就成了无主的、消失了的财富。由于从汉朝以来，各种战争、革命频繁爆发延续了几百年时间，大量的诸如黄金这样的高价值财富就被埋在了华夏大地的各个角落中，“一人藏匿百人难寻”，大量黄金成为了消失了的财富。也许这真是中国“贫金”的一个历史解释。此外，还有黄金用于佛像，贸易，或者铜金不分等解释的。

2. 近代的战乱因素

除了上面的历史疑案外，在近代历史上的诸多事件，进一步造成中国内地贫金的现实。自1840年鸦片战争以来，中国遭受西方列强近百年的鸦片贸易巧取和武装豪夺，大量的白银和黄金被当做鸦片货款和战争赔款流出中国，进一步造成了中国黄金与白银等贵金属硬通货的严重匮乏。自此以后中国境内的连年内战和日本侵略，更是造成了我国黄金与白银的大量外流，一部分黄金与白银用作了军械物资的购买，另一部分被大量达官显贵外逃携带出国。至今中国民间依然有这样的国际黄金疑案未了结。

3. 国民党时期的“金圆券”事件

抗战胜利后，国共内战时期，国民党政府炮制的“金圆券”事件就是另一个有代表性的黄金外流事件。国民党政府财政连年出现巨额赤字，为了弥

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

补赤字，就大量发行法币，法币猛增，物价随之飞涨。为了挽救经济崩溃，1948年8月19日，国民党政府实行“币制改革”和“限价政策”。国民党政府颁发的《金圆券发行办法》规定金圆券每元含黄金0.22217克，发行额以20亿为限。按1金圆券折合法币300万元的比率收兑法币。同时规定黄金1两等于金圆券200元。白银1两等于金圆券3元。美元1元等于金圆券4元。

当时国民党政府使用高压和诱骗等手段强制推行这个法令，命令国统区的人民必须在1948年9月30日前将所持黄金和白银全部兑换成金圆券，过期不交者，一律强制没收。不到两个月，就从人民手中榨取金银外币总值达2亿美元。

1948年10月初，由上海开始的抢购风潮波及国民党统治区各大城市，物价更进一步飞涨。11月10日，国民党政府被迫宣布取消限价政策。12日又公布《修正金圆券发行办法》法令，规定1金圆券的含金量减为0.044434克。公开宣布金圆券贬价4/5，撤销金圆券发行20亿元的限额。之后金圆券无限量发行，至1949年5月，金圆券发行额为六十七万多亿元，金圆券也像法币一样成为废纸。

这些用“金圆券”兑换来的黄金、白银，以及国民党政府中央银行历年的黄金、白银、外汇储备等巨额财富（总价值约合700万两黄金），1949年在蒋介石的直接指挥下，用海军军舰全部抢运到台湾。

4. 当代中国黄金管理体制

1949年，中国政府就是在这样一个几乎“无金”的大陆上开始经济建设和金融体系建设。黄金储备，只能从新生产黄金中获得增加，而没有历史存留的积累。在1949年后的很长一段时间，我国在黄金上一直是严格管制的，黄金开采企业必须将所生产出来的黄金交售给中国人民银行，而后由中国人民银行将黄金配售给用金单位。那时新生产出来的黄金主要用于我国紧急国际支付和国家储备。到1982年社会大众才重新开始有权力拥有黄金，拥有黄金的渠道也只是通过商场可以购买到黄金首饰而已。而且在中国这样一个人口和地域大国里，从1949年到1982年整个中国社会存在一个“黄金断层”，这个“黄金断层”持续长达30多年。

从图29你会发现，中国外汇储备余额的高速增长实际是最近几年的事。2000年前，我们的外汇储备余额还不到2000亿美元。2006年12月底，央行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公布的黄金储备为1 929万盎司，折合约为600吨。按2007年6月30日约660美元/盎司的价格计算，1929万盎司黄金价值约127.3亿美元。而截止2007年6月30日，中国的外汇储备已达13 326亿美元，黄金储备只占外汇储备0.95%左右。因此中国官方黄金储备偏低的直接原因是最近几年中国外汇储备余额的高速增长和官方储备绝对量的停滞不前。

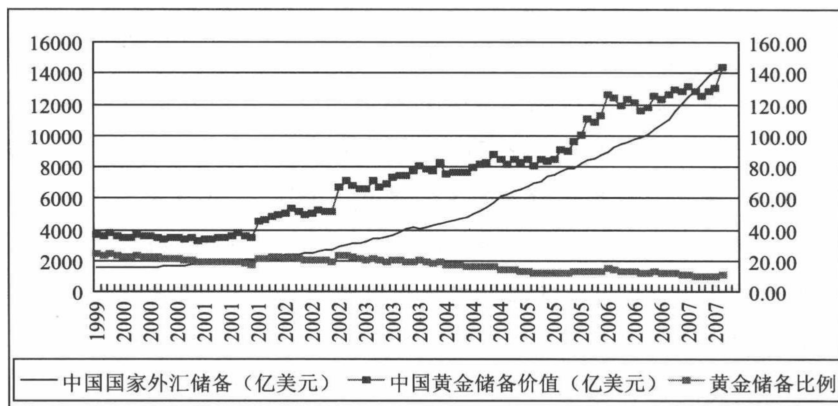


图29 中国黄金和外汇储备增长示意图(单位:亿美元)

综上所述，造成中国大陆当前的“黄金匮乏”有其深刻的历史原因也有近现代原因，还有现行的国家外汇储备管理体制。

二、官方黄金储备偏低的对策

在2000年以前，我们的外汇储备余额不到2 000亿美元，美元较为坚挺，所以增加黄金在外汇储备中的比例的必要性和迫切性都没有引起重视。最近几年，由于国际政治经济局势动荡，恐怖袭击不断发生，中东局势时有不稳，美元持续贬值和人民币升值预期加大，有关增加黄金在外汇储备中的比例，发挥黄金保值功能的呼声日益高涨。“全球都可以通过买人民币获利，只有中国外汇储备和中国投资者不能，因此中国只有购买原油、黄金”。

1. 直接增加官方黄金储备

被誉为“欧元之父”的罗伯特·蒙代尔也极力推崇黄金的作用，他认为欧元与美元无疑将被称为世界上最强的两大货币，但对不使用欧元和美元的国家来说，黄金仍然是重要资产。一旦美元或欧元大幅下滑、通货膨胀加速，或战争爆发，黄金就会成为很好的避险工具。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事实上，历史上黄金在国际货币体系中扮演了重要的角色。而布雷顿森林体系走向解体后，在1976年召开的牙买加会议上，确定了黄金非货币化原则，黄金的货币功能开始弱化。非货币化后，由于持有黄金并不能直接带来利息收入（比如货币资金可以有利息，房产出租可以有租金，股票有股息、红利等），又不是经济发展中急需的资源（如原油、有色金属等），黄金在国际储备体系中的地位曾一度下降，世界上许多国家和地区纷纷减持黄金储备。但随着亚洲金融危机、美国次贷危机等危机的爆发，黄金的地位又重新引起人们的重视，许多国家纷纷调整黄金的持有总量以及在本国储备结构中的比例，以期更好地发挥黄金在现代经济体系中的作用。比如，1998年俄罗斯金融危机中，释放了俄罗斯33%的黄金储备。2001年，俄罗斯为了应对突发性的自然灾害，出售了部分黄金储备，用于水灾后的西伯利亚重建。最近以来，中国央行在美联储宣布降息后面临困境的事实证明，黄金储备太少不仅是中国的风险，也是世界货币体系的风险。

2. 增加民间黄金储备

另一种观点则认为，增加民间黄金储备是对国家黄金储备偏低的一个有力补充。1997年亚洲金融危机时，泰国、韩国等国家的公民纷纷拿出自己的黄金，帮助国家克服金融危机、渡过难关的情景恰好说明了这一点。

中国国内的黄金需求一直是以首饰性消费需求为主，每年中国市场销售的黄金绝大部分都成为了黄金饰品，工业、医疗、科研等行业占消费需求的比重较小，而黄金的金融投资需求目前还只是刚刚起步，所占的比重更是小得可怜。中国民众对黄金的理解和认识更多停留在首饰品的认识上，对黄金的金融投资功能知之甚少，黄金金融投资的参与度极低。目前，中国国内的黄金总存量约为4 000－5 000吨。这包括中央银行的黄金储备和民间大众拥有的黄金制品。2008年中国上市黄金期货，让更多的人参与黄金投资，以此增加民间的黄金数量。

3. 减缓国家外汇储备的高增长

要提高黄金储备在外汇储备中的比例，还可以通过减缓国家外汇储备的高增长。而要减缓国家外汇储备的高增长又可以通过减少贸易顺差或扩大对外投资。贸易顺差更多由于国际产业分工的结果，中国单方面的努力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

效果甚微;而扩大对外投资,政府已经从两方面着手,一是组建国家投资公司。二是鼓励企业海外直接投资和积极扩大 QDII。

（中国黄金储备偏低业界探讨较多,但对其原因深究较少。2007 年 10 月 15 日和讯网发文,作者提出对策建议。2009 年 4 月 24 日消息,中国黄金储备达 1054 吨居世界第五,但是黄金占外汇储备的比重仍不足 2%。2010 年 3 月中国人民银行副行长兼外汇管理局长易纲称中国储备庞大,黄金不可能成为外汇储备的主要投资渠道。)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章

CTA 的大势研判

摒弃技术分析方法预测行情的泛泛之谈，本章重点讲述商品交易顾问是如何运用基本分析法辅以技术分析法研判市场大势，提供决策依据和具体操作计划的。

我们的前辈们都讲爱国、讲奉献；我们这一代人较为现实，讲民族崛起，也讲自我价值实现；现在的年轻人更实在——如何赚更多的钱，如何让日子过得更好。期货是赚钱的好行当吗？期货交易不是纯粹的科学，没有那么多的逻辑和理性，但是你仍能看到价格运行的某些规律性。

长期以来，期货价格就不是被垄断着的，而是由法定供求关系决定的。

——杰西·劳里斯顿·里弗莫

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一节 周期性与季节性

世间万物都有发生、发展、繁荣和覆灭的过程，表现在经济上就是经济周期和行业的景气循环，金融投资也不例外，要在恰当时间把资金配置到恰当的资产上。在我还是一名中学生的时候，就在政治经济学课程学到马克思关于资本主义国家的危机、萧条、复苏、高涨的经济周期，并知道资本主义是垂死的。可是30年过去了，我们知道资本主义垂而未死，并且发展的周期发生了许多新变化。

一、周期性

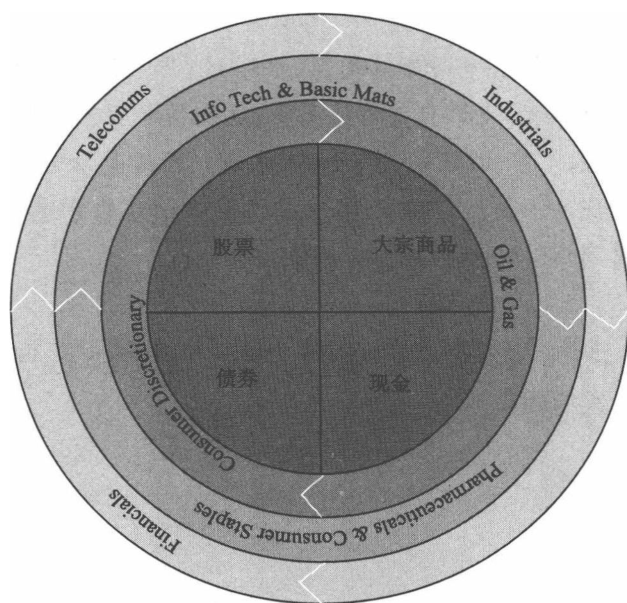


图30 大类资产和行业随经济周期的循环

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美林在超过30年的数据统计分析中，发现了“投资时钟”。

“投资时钟”是一种将“资产”、“行业轮动”、“债券收益率曲线”以及“经济周期四个阶段”联系起来的，指导投资周期的工具。“投资时钟”的分析框架，可以帮助投资者识别经济周期的重要转折点，投资者进而可以通过转换资产以实现增值。

根据经济增长和通胀状况，“投资时钟”将经济周期划分为四个不同的阶段——衰退、复苏、过热和滞胀。“投资时钟”将经济周期画成圆圈的形式。经典的“繁荣－衰退”周期从左下角开始顺时针转动（图30）。每个阶段由相对于趋势的经济增长方向（如经济复苏和经济衰退）和通货膨胀方向（通货膨胀上升和通货膨胀下降）两个指标定义。经济增长和通货膨胀是时钟的驱动力，经济增长率指向南北方向，通胀率指向东西方向。

在经济周期的衰退、复苏、过热和滞胀等不同阶段，沿顺时针方向循环，不同类别的金融资产会表现出显著的差异，每个阶段有一个特定的资产可以获得超过大市的超额收益（当然，有时投资时钟也会逆时针移动或跳过一个阶段，主要由于异常事件的影响）：

（1）衰退阶段（6点－9点）

GDP增长乏力，产能过剩以及不断下降的商品价格驱动通货膨胀走低。企业盈利微薄，实际收益下降。中央银行试图促使经济返回到可持续增长路径上而降低利率，债券收益率曲线下行而且陡峭。此阶段债券是最好的资产选择。

（2）复苏阶段（9点－12点）

宽松的政策发挥效力，经济加速增长到长期增长趋势附近。通货膨胀继续回落，因为剩余产能尚未消耗干净，周期性生产增长强劲。企业利润急剧恢复，但央行仍保持宽松的货币政策，债券收益率曲线保持在低位。此阶段是股权投资者的“黄金时期”，股票是最好的资产选择。

（3）过热阶段（12点－3点）

生产增长减缓，生产能力接近极限，通货膨胀上升。央行提高利率，驱使经济返回到可持续增长路径上，但是GDP增长率顽固地保持在趋势上方。债券表现糟糕，收益率曲线上行和平坦。股票投资收益依赖于在强劲的利润增长和价值重估两者的权衡，常常伴随着卖出债券。此阶段大宗商品是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最佳的资产选择。

(4)滞胀阶段(3 点 -6 点)

GDP 增长降低到长期增长趋势以下,通货膨胀率继续上升,部分原因是石油价格冲击。由于生产不景气,企业为了保护利润水平而提高产品价格,造成工资价格螺旋式上升,只有失业率的大幅上升才能打破这一恶性循环。直到通货膨胀达到顶点后,央行才改变政策措施,限制了债券市场的回暖步伐。由于企业盈利恶化,股票市场表现糟糕。此阶段现金和大宗商品是最好的资产选择。

投资时钟的实证效果

近 70 多年(除了二战)的历史经验表明,投资时钟大体符合每次经济周期变动情况。美林用自 1973 年 4 月至 2004 年 7 月美国完整的超过 30 年的资产和行业回报率数据,验证了投资时钟的合理性,得到以下主要结果:

表 19　　主要资产在经济周期不同阶段中的市场回报

经济周期阶段	债券	股票	大宗商品	现金
衰退	9.8%	6.4%	-11.9%	3.3%
复苏	7.0%	19.9%	-7.9%	2.1%
过热	0.2%	6.0%	19.7%	1.2%
滞胀	-1.9%	-11.7%	28.6%	-0.3%
长期平均回报	3.5%	6.1%	5.8%	1.5%

从统计检验结果来看,上述四种资产的收益在投资时钟的阶段中都是非常显著的。在很高的置信水平下证实了“投资时钟”关于资产轮动的刻画与描述。在不同的经济周期阶段,通过识别拐点,及时调整资产配置,可以获得超额收益。

投资时钟对于期货投资者的启示

从上述资产回报(或称涨幅)来看,大宗商品在过热和滞胀阶段投资收益都好,而只在复苏和衰退阶段差。其实换一个角度看,期货有杠杆机制而且可以做空,因此在衰退阶段可以通过做空商品而获利;同样,在复苏阶段也可以做多股指期货而获利。这样,只要判断好周期拐点,收益率最大应该仍然是期货。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、季节性

谈到期货的季节性，一般认为农产品具有明显的季节性特点。比如，中美大豆都在9月份陆续收获上市，价格出现季节性低点，有交易性做多机会。实际上某些工业品也有生产或消费的季节性特点，季节性是品种价格在一年内的规律性表现。

表 20 商品季节性交易机会

	多	空
1 月	铜	
2 月	大豆	
3 月	原油	小麦、棉花、天胶
4 月		白糖
5 月		铜
6 月		玉米、大豆
7 月	原油	
8 月	小麦、棉花	
9 月	白糖、玉米、大豆	
10 月	铝	原油
11 月	天胶	
12 月	天胶	

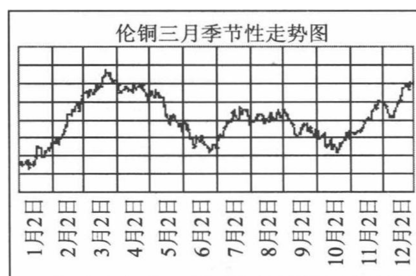


图 31 伦铜季节性走势

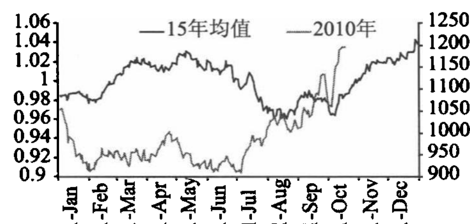


图 32 美国大豆季节性走势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

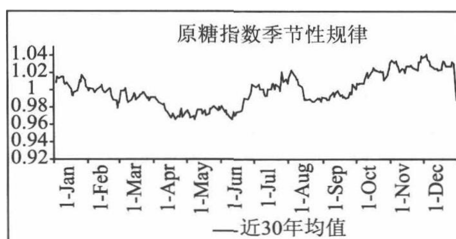


图 33　美国原糖季节性走势

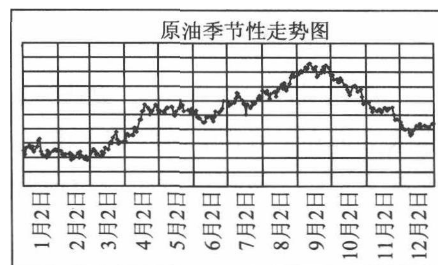


图 34　原油季节性走势

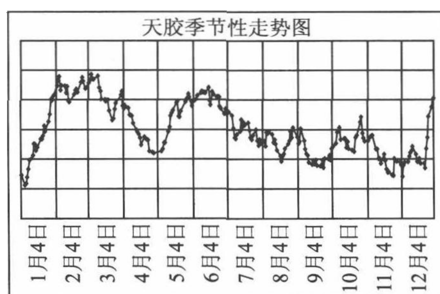


图 35　天胶季节性走势

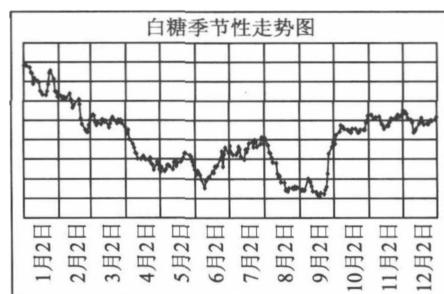


图 36　白糖季节性走势

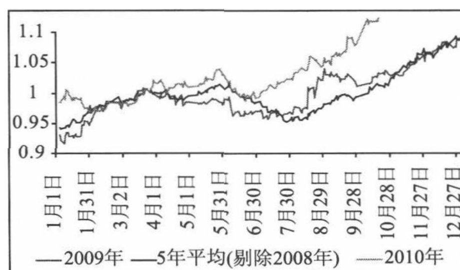


图 37　中国玉米季节性走势

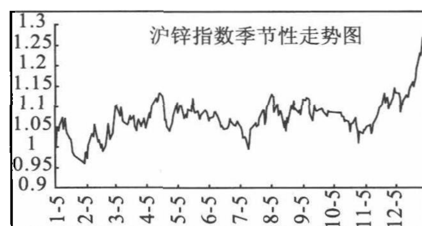


图 38　沪锌季节性走势

第二节　商品牛市的根基

一、商品牛市的特征

起源于 2002 年的商品牛市，在 2003 年 10 月以后加速。2004 年 3 月中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下旬之后,CBOT 大豆向上突破 1000 美分/蒲式耳。在过去 30 年里,大豆期货价格超过 950 美分以上的只有三次:一次是 1973 年,全球气候异常造成世界粮食减产,再加上前苏联大量抢购谷物,世界粮食市场出现危机,美国大豆价格大幅上涨到 1 280 美分左右。第二次是 1988 年,由于美元贬值、天气干旱,美国大豆价格上涨到 1 100 美分。LME 三月铜目前在 3000 美金整数大关前,形成短期振荡调整。以 LME 为代表的世界铜价在过去 35 年间,突破 3 100 美金的只有三次,即 1974 年、1980 年、1988 年。

二、商品牛市的基础

经济因素

按照宏观经济学理论,经济增长和通货膨胀之间遵循“菲利普斯曲线”,即高增长高通胀,低增长低通胀,从长期来看,两者之间保持正相关关系。同样,商品价格与通货膨胀之间也保持正相关走势。经济持续增长,社会需求旺盛,庞大的投资与消费追逐有限的基础商品,使商品期货步入牛市循环。而物价水平的提高促进经济进一步扩张,货币投放加快,如此循环,最终导致恶性通货膨胀。因此,商品牛市与经济增长之间密切相关,也是通货膨胀的主要表现形式之一。

作为全球经济火车头的美国经济随着伊拉克战争的结束,在持续低利率、美元贬值及强大减税措施的刺激下,逐渐走出衰退阴影,出现较强复苏态势,GDP 值在 2003 年的三、四季度均保持了较高增幅,折合成年率增长分别为 8.2% 和 4% ,从而带动美国对铜、原油等生产资料消费的增长。进入 2004 年,上述复苏因素使得美国经济继续保持惯性增长。

中国经济是影响铜等基础原料大涨至关重要的因素。从 20 世纪 90 年代起,全球经济结构开始进行区域性调整。西方发达国家的资本收益率缓慢下降,产业资本向以中国为首的发展中国家大规模转移。因此,进入 21 世纪之后,制造业在全球范围内重新布局,带动了商品生产、消费、贸易格局的大调整,拥有巨大消费潜力和廉价人力资源的中国成为全球“制造工厂”,对基础原料的需求剧增。原油、天然橡胶、铁矿砂、铜精矿、氧化铝、铅精矿、锡精矿、锌精矿、大豆、小麦、玉米、棉花等商品供给整体趋紧,促使国际海运费暴涨,形成事实中的“中国做多全球”。与其同时,中国庞大的人口基数,不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可估量的市场容量，也成为未来中国消费的后盾。而据有关资料显示，去年中国的人均收入达到 1 000 美元，进入了一个特殊的经济发展期，以 9.1% GDP 增长率领跑世界经济，中国消费对商品牛市的形成起到了决定性作用。高速发展的经济又使中国出现“双顺差”，大量热钱通过各种形式涌入中国，人民币的货币需求量激增，信贷规模急速扩张。强劲的投资、出口、消费形成事实上的需求膨胀。只要中国现行汇率、利率机制继续僵化，资本流向得不到灵活有效的调节，需求型通货膨胀难以避免。

在中美两大经济火车头的带动下，去年全球主要经济体均出现复苏，欧洲经济逐步成长，日本经济表现渐佳……2004 年日本的实际 GDP 增长率有望与去年的 2.7% 持平。

自然因素

2002 年的干旱，造成美国、加拿大、澳大利亚等世界主要小麦出口国粮食大幅减产。2003 年的干旱和炎热（特别是欧洲）也使得世界粮食主要产地全面遭受旱灾，谷物供求关系更加紧张。以美国为例，目前大豆和玉米在美国国内的库存率都大幅下降，供求关系相当紧张。特别是大豆库存率降至 5%，比 1988 年时还低。玉米库存率降至 10%，为历史最低标准。国际谷物理事会（IGC）最近公布月度报告指出，2004 年全球小麦产量料将增至 6.01 亿吨，2003 年为 5.54 亿吨。但 IGC 也预计 2003/04 年度全球小麦年末库存也仅为 1.31 亿吨，低于 2002/03 年度的 1.64 亿吨。

汇率因素

美元占全球贸易结算总量的 70% 以上，美元的储备货币性质使其实际需求被人为放大，价值被长期高估。欧元的出现，使美元的优势地位受到极大挑战。伴随全球产业结构调整，美国的产业资本与金融资本大量外流。2003 年后，庞大的“双赤字”，加剧了持有美元的风险，美元开始呈现贬值趋势，使国际商品的价格大幅上升。美元的持续贬值既是推动美国经济复苏的动力之一，也是引发国际商品价格上涨的重要因素。一年以来，美元兑欧元等主要货币下跌了 15% 左右，仅这一因素就足以推动铜价格上涨 20% 以上。中国实行汇率管制，人民币跟随美元贬值，促使进口原材料价格暴涨，带动国内商品生产成本上升，CPI 快速增长。只要中国汇率政策与弱势美元不改变，输入型通货膨胀就会持续下去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、商品牛市的延续

首先，美国国际经济研究所预测认为，在美国和亚洲经济增长的带动下，2004、2005 年两年世界经济将出现强劲增长。2004 年世界经济的增长速度将达到 4.75%，为近 10 年来增长最快的一年。下年的增速将有所放慢，但仍可达到 4%。

中国经济 2003 年的快速增长态势延续到了 2004 年，工业增长持续强劲，农业发展缓慢，服务业发展出现反弹。上年第四季度增长 9.9%。2004 年中国经济发展的过热态势仍将持续，估计当年上半年经济增长率至少为 9%，之后在政府相关政策的作用下将放缓至 8% 左右，全年经济增长率可能高于 8%。某些发展过热行业中正在进行的项目将被获准继续推进，虽然新项目将会受到严格审查，但中国对供应缺乏的电力等投资领域仍会大力支持，而电力行业占去了我国铜消费的半壁河山。这一因素将使国家削减投资政策对铜需求的持续增长影响相对较小。中国的通货膨胀已经在 2004 年初开始显现，而美国、欧盟等经济也在处于通货紧缩向通货膨胀转变的过程中。此前，各部门防止通胀风险，但是最近决策部门更关注国民经济运行的瓶颈问题……短期内可能不会有更强烈的紧缩措施出台。

其次，美元的贬值已经成为一种中长期趋势。美元的熊市只有在以下条件具备的情况下才有可能结束：1）财政赤字削减至零，或者 2）以美元计算的投资回报足以吸引国外投资者再次将资金转向投入美国市场，并达到按月计算的净流入足以弥补政府财政赤字的水平。从美联储的态度上看，上半年不会加息。鉴于美元的贬值内因在于美国高额财政及贸易赤字，只要这两大赤字没有明显改善，美元始终会承受极大压力。由于大选年因素，政府不但无意在当年削减财政赤字，反而还提出了继续减税、加大军备等增大财政赤字的议案。美国贸易赤字的形成因素比较复杂，既有全球化进程中国际分工的变化因素，也有工业体之间发展的不平衡的原因，还有全球经济发展的不平衡等因素在内。如今促使美国贸易赤字加大的因素仍在互相作用，令美国于短期内难以扭转贸易赤字加大的势头。总之，促使美元贬值的内因仍会加大美元压力，而美国政府也乐于看到美元继续贬值，欧洲的反对并不激烈，日本极力阻止美元下跌的努力似乎也有所改变。目前美元虽有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所反弹,但2004年美元的总体走势仍为贬值,并很有可能再创新低,因此2004年美元对商品价格仍会形成支持作用。

最后,商品牛市的延续还受到汽车增长、高油价以及自然因素的支撑。

汽车:近年来我国汽车工业迅速发展,已经成为世界第四大汽车生产国和第三大汽车消费国。2003年,中国汽车销售突破2002年的100万辆大关,达到197万辆。2004年,预计中国的汽车行业的增长,将达到20%,根据目前的发展势头,到2010年,中国的汽车生产量和消费量有可能位居世界第二位,仅次于美国。中国汽车消费增长是导致天然橡胶需求增长的主要因素。其中的增长对于制造轮胎的橡胶的需求是不言而喻了。商务部近日发布的《展望报告》认为,2004年我国天然橡胶产量虽保持稳中有升,但供应缺口仍有扩大的趋势,需求可能会突破190万吨,产需缺口将扩大至130万吨左右。

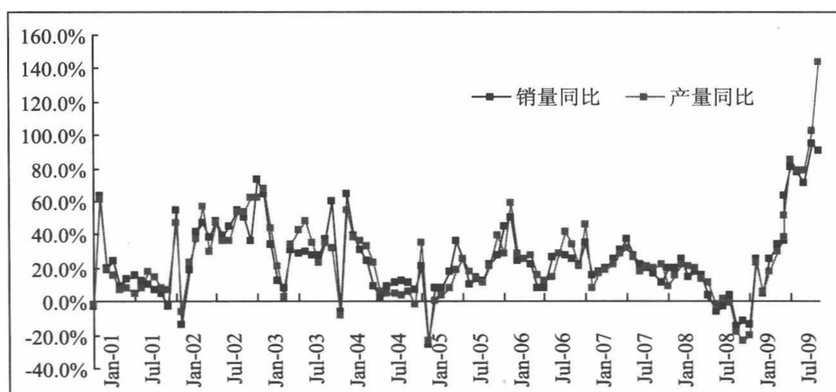


图39 国内汽车产量与销量增速回顾

数据来源:wind,宏源期货研究中心

高油价:目前世界各国对2004年国际油价的预测较多,其中EIA(美国能源信息管理署)和SPROULE(加拿大石油咨询机构)比较准确且权威。EIA预测平均值为27.2美元/桶,SPROULE预测平均值为27.67美元/桶,整体上仍在高位运行区间。受我国扩大内需的投资政策拉动,合成树脂、合成纤维、合成橡胶等石化产品需求持续上扬。预期未来5年内三大合成材料的年均增长率将达到12%－14%。

自然因素:虽然,2004年的气候情况尚不明朗,但农产品的产量仍然会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

受到影响。比如，砍掉的橡胶树，一时难以恢复。再比如，中国的冬小麦播种面积又再次减少。

四、结 论

通过上述对构成牛市的基础因素以及延续性的分析，总体来看，除部分气候等因素尚不明朗以外，构成此轮牛市的主要基础因素并未改变。因此，从这种意义上说，牛市尚未结束。

2004 年 2 月 19 日笔者发表《铜——涨势不言顶》的文章，许多善意的朋友打来电话，为我“捏了一把汗”，但事实证明 2 万 7 至 3 万元根本就不是铜价的顶。2004 年 4 月 12 日，在宏观调控突然发力（以江苏铁本事件为典型），铜价大幅下挫之际，在《中国证券报》的约稿中，作者力排众议，认为牛市远未结束。

附文 1　铜价或否要涨?

铜价将上涨，何以见得？基本面有什么利好的消息？

没有，上午的走势已经告诉我们，基本面上还没有太过影响的东西。或者说，今天的消息对盘面的影响并不大。

回顾几个月以来的基本面情况，也还是世界整体经济继续向好，而中国的宏观调控仍要贯彻。经济学家间过热不过热的争论尚未结束，升息不升息又开始交锋？53% 对 47% 你能得出什么结论？“少数服从多数”是否与“市场上大多数人总是错的”相矛盾？“多数服从少数”那经济学家与普通人区别又在哪里？

不要再去猜升不升息的事了，姑且认为升息吧，0.3% 也不会影响太大吧？不妨看看高油价吧。

……不想再看高油价的讨论了，姑且认为短时间油价下不来吧。油价上涨与铜价方向究竟是什么样的关系？直观感觉是油价将拉动铜价。理由很简单：高油价只是能源全面紧张的缩影。消耗大量能源的冶金产品怎么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能因为能源紧张不增加成本？然而事情的另一方面是过高的油价也会抑制消费，从而对经济的成长不利。现在问题已经很明显，关键是现在的油价是不是就过高了呢？

什么“21年来的新高”？

如果照绝对价格来看，现在就是有史以来的最高价。但若按美元可比价格计算，油价曾相当于到过80美元每桶，现在也不算什么奇高的价格。

看来从油价上也难以对铜的方向得出一个明确的结论。何不看看技术面？

技术上，我喜欢看看图，这张图让我大吃一惊，这明明是一张涨图嘛！（附8月5日中午收盘的沪铜CU411图）至于成交量、均线系统、各项指标我已经不想再多看了。

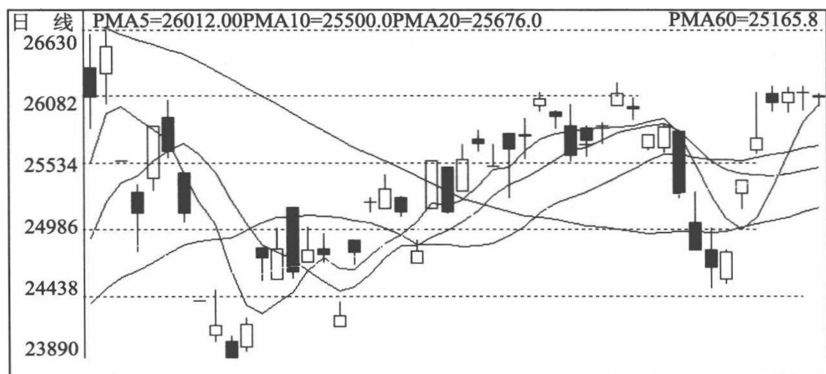


图40 铜盘间研判回顾

（2004年8月5日中午，作者于中国期货基金网及和讯网发表这篇文章之后，铜价快速上冲，此后（受外盘影响，仅在随后几个交易日出现小幅调整）很快出现了一轮大牛市。本文堪称作者运用技术分析方法研判行情的经典。）

附文2 封闭式基金投资价值分析

一、封闭式基金市场状况

近期，随着股权分置改革试点方案的正式出台，大盘在基金重仓股的轮

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

番跳水下大幅下跌，基金净值缩水严重，二级市场的价格也不断走低，折价率创出新高。我们认为，在大幅下跌有效释放基金重仓股的风险后，封闭式基金的投资价值逐步显现。

从5月9日开始的一个月内，上证基金指数下跌了10.42%，深圳基金指数下跌11.85%，而同期上证综指和深圳成指分别下跌了7.75%和9.02%。

基金价格这轮的大幅度下跌，使得原本就很高的折价率再创新高，如在3月30日封闭式基金的加权折价率为37%，折价率超过40%的基金只有14只。而到了6月4日这周，有超过10只基金价格跌破0.50元，54只封闭式基金的算术平均折价率达到31%，加权平均折价率突破了38%，其中一共有23只基金的折价率超过了40%，进一步创下新高。折价率的高低与基金规模、到期日有一定关系。折价率在40%以上的基金规模均为超过20亿份的大盘基金，而目前折价率在20%左右的都是规模为5亿份的小盘基金。此外，到期清算概念依然影响市场，包括基金兴业在内到期日在两年内的基金折价率普遍较低，其中基金兴业折价率只有不到10%。虽然封闭式基金的平均折价率又创下了新高，但折价率继续扩大的往往是原来折价率就比较高的中大盘基金，而业绩优秀、离到期日较近的小盘基金的折价率依旧在不断的收窄，到期清算概念依然是两年内市场关注的焦点。

二、看好封闭式基金的理由

1. 机构依旧在长线逐步建仓

从去年底开始，就已经有不少资金开始长线进入部分封闭式基金，伴随着封闭式基金这轮大幅下跌，我们注意到，封闭式基金的投资机会正在逐步引起更多场外资金的关注，5月份新增开户数中，基金户的开户增长最为明显，5月上旬每天基金开户数约为1 000户，5月下旬更是达到每天2 000多户。同时，在封闭式基金净值明显回落、成交量严重萎缩的情况下，一些封闭式基金却发生大宗交易，很有可能是以保险资金和QFII为代表的机构投资者在迅速建仓。

继今年3月14日封闭式基金出现首例大宗交易后，有关封闭式基金的大宗交易就不断上演……弱市之中大宗交易的再次出现，令人产生联想。

根据中国保监会统计数据，截至4月底，保险机构投资基金的规模今年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以来一直在不断增加……增量资金中，有相当一部分是用于增持封闭式基金，应该说，保险机构在直接入市的同时，并没有放弃基金投资，依然关注封闭式基金的投资机会。

作为另一大类投资机构，QFII从去年下半年开始就表现出对封闭式基金的兴趣，并在投资封闭式基金以来不断增仓……包括QFII、保险机构和其他机构在内的资金对封闭式基金的关注显示出其对封闭式基金未来投资机会的认可。

2. 价格最终要向价值回归

封闭式基金的投资价值之一取决于到期前的安排，是清盘、封转开还是延期等，不同的方案对封闭式基金的投资价值有着非常大的影响。

延期是最差的方案但可能性也最小。如果延期，封闭式基金的折价将会继续，但按照《基金法》的规定，封闭式基金延期必须通过持有人大会。由于封闭式基金的高折价已经使投资者遭受了巨大损失，即使基金业绩运作良好，持有人也难以认同延期。

而对清盘来说，由于到期清盘不仅意味着管理费的减少，还会对股票市场造成不好的预期，即使某些封闭式基金到期清盘，考虑到清算损失等不确定因素，可能到期仍然存在折价，但这种折价程度是非常小的，因此价格也要向价值回归。通过“封转开”转换为其他形式（转为LOF、ETF、债券基金或货币基金等）而继续存在的方案则有较大的可能性，在这种情况下，价格向价值回归的力度最大。

总之，对于封闭式基金来说，到期的解决方案可能有多种方案，但价格最终要向价值回归的，只是回归的程度不同罢了。

3. 大于零的内部收益率

由于股权分置改革试点预期尚不明朗，未来市场走势还存在较大的变数。据测算，如果现行基金净值每年下降5%，到期时价格回归到净值，将近90%以上的基金具有大于0的内部收益率，投资价值靠前的仍然是临近到期的小盘封闭式基金。

目前虽然市场持续低迷，但毕竟已经处于八年的新低。因此，对于积极型投资者应该把握节奏、适当逢低买入，而对稳健型投资者可以等待市场企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

稳再买入。

4. 离谱的高折价率

大盘基金的折价水平维持在35% -44%左右，小盘基金的折价水平维持在12% -25%左右。国际资本市场上的封闭式基金普遍存在折价现象，如美国的封闭式基金平均折价率为10%左右，台湾的封闭式基金的折价率也到达过20%，然而综观全球，似乎没有哪个市场的折价率高达40%。“跌得太离谱了”是几乎所有基金经理共同的心声。高折价率，则一定程度上代表较高的潜在价值。比如，基金净值为0.584，倘若折价45%，二级市场的交易价格将变为0.321，而0.321如果按照0.584赎回的话，那就不是升值45%的概念，而是投资回报率81.81%。

5. 基金可以买基金

近几年来，随着我国基金行业的快速发展，基金管理公司固有资金规模不断扩大，基金管理公司在一定程度上出现了投资渠道狭窄、资金闲置等问题。加之一段时间以来，证券市场出现调整行情，证券投资基金的营销出现了一些困难。在这种背景下，证监会近日规定，基金管理公司利用固有资金可以购买基金。此规定意义不是在于会有多少资金进入基金市场的投资，关键是对于高折价的封闭式基金，从基金管理公司的角度也失去了反对“封转开”的理由。

三、风险评估

1. 对于股市的基本判断

几年来，笔者一直认为，中国的股市有很多的问题，其中最大的问题是股权分置，此题一日不决，股市的上涨只能是反弹，最终还要创新低。

最近笔者通过对市场的分析，预言指数必然要破1 000，可能要跌至900点下方。国务院已经下决心解决股市的根本问题，这是一个好的先兆。当然这不代表股价将不再大跌。由于非流通股的大量上市预期，股票绝对价格的下跌几乎是不可避免的，但由于确定了流通A股的含权概念，除权带来的下跌应该可以理解为虚跌。经过类似的大幅下跌，原来涨幅较高的基金重仓股的风险将基本得到释放，而大盘在低位反复振荡后，系统风险也会得到很大的释放，更为重要的是有一点应该明确：越跌应该是越有投资价值，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而不是像有些指标反映的越跌越没有价值。除非此公司的基本面状况有实质性的改变。

2. 投资封闭式基金风险评估

投资封闭式基金最大的风险在于到期方案的不确定性和基金未来业绩的不确定性。

前已分析，如果市场能保持稳定（年跌幅不超过5%），封闭式基金具有一定投资价值，但如果市场继续大幅下挫，投资封闭式基金可能遭受损失，并且下跌的速度越快，封闭式基金投资损失越大。股权分置改革试点后，基金重仓股轮番跳水，使基金净值随之遭受严重损失，封闭式基金价格也随之受到重挫。随着到期日的临近，封闭式基金价格和净值之间的差价将缩小，将产生一部分回归收益，但并不能保证投资者能够获得绝对收益。

当然上述分析是基于理论上推断，事实情况是，即便是按照现在1 100的股指，再跌破900点，即再下跌20%，投资封闭式基金也未必一定是亏损的！因为前期市场已经在基金重仓股的领跌下，突破1 000，不断下调的基金净值和创出新高的折价率，已经部分释放了类似的风险。事实证明，部分基金已经调整了股票的比例和结构，当大盘重新返回1 100上方时净值却不跌反升（当然这里面有部分原因是债市的火爆）。

以当前净值为0.8的基金为例，如股指再下跌20%，按照70%持股比例，则净值会下调14%左右，净值变为0.584，倘若折价45%，二级市场的交易价格将变为0.321，你相信十年后股指还在900点下方不远的地方？还是相信基金经理的业绩仅仅是维护自己的管理费和托管费（年收益1.5%，）？即便是那样，基金持有人以平均十年的持有期计算，每年也有（算术）平均8.181%的不俗的投资回报！

因此，我们认为，目前上证指数已创出近8年来的新低，两市平均市盈率仅为16倍左右，蓝筹股市盈率更低，而封闭式基金却以相对净值近6折的价格在交易。在封闭式基金中长线投资价值并没有改变的情况下，大幅下跌将使得封闭式基金投资价值凸现。投资的品种依然是距离到期期限近、有稳定分红能力的小盘绩优基金和业绩优秀、有稳定分红能力的高折价基金。

四、入市策略

根据上述分析，当前封闭式基金在不能完全排除风险的前提下，具有一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定的投资价值。投资人可以根据自身的资金状况，确定自己的投资额度。

由于基金中，最短的到期时限已不足两年。投资人可以考虑在当前的价位直到指数跌破 900 点的区间内，在大约一年半的时间内逐步建仓。然后静候股市的复苏和基金到期日的来临！

如果你看好中国股市的未来，可投资封闭式基金；如果你不看好股市的现在，可投资封闭式基金！

（2005 年 6 月 16 日起，作者在《中国证券报》、《期货日报》、《证券日报》连续发表关于封闭式基金研究和实践的文章。这是作者及朋友们自 2005 年 6 月逐步大量介入封闭式基金，并获得巨大成功的真实反映。）

附文 3　产需缺口与形态突破

对于精铜产需状况的分析和预测，现在有不尽相同的数据。据 Macquarie Research 的数据，2004 年产需缺口是 97.9 万吨，而 2005 年的产需缺口是 36.8 万吨。国际铜研究组织（ICSG）分析，2004 年全球精炼铜产需缺口达到 70.1 万吨，高于 2003 年的 37.6 万吨水平，而 2005 年缺口将减少至 22 万吨。但如果加上 16.8 万吨的生产中断减产准备，则 2005 年的产需缺口将会非常有限。摩根士丹利的预测更不乐观，由于全球铜矿年产能增加 190 万吨，铜产量正在赶上日益扩张的需求，预计 2005 年全球铜缺口减至 8.1 万吨。英国商品研究机构（CRU）则认为，2004 年铜产需缺口为 55.2 万吨。不管怎样，2004 年产需十分紧张。对于 2005 年，由于高价刺激的产能的扩张和经济增长的相对放缓，全球铜产出与需求间缺口将明显收窄。

供求决定价格，价格无疑也会影响供求。而有关数据表明，铜的产需基本是以一条平滑的直线上升的，与经济增长正相关，与价格几乎关系不大。所以认为价格较高，很快就要下跌的想法可能简单了些（比如原油就不是那样，当然最终可能会下来）。ICSG 和 CRU 都是基于经济增长速度以及铜产能恢复的统计数据等做出的产需预测，这些无疑具有权威指导的价值。

一些分析人士据此得出结论，供求关系明显好转，铜价将会见顶回落。笔者以为，上述结论即便正确，这样的推理过程也不够严密。因为产需紧张

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

状况的缓和，并不代表供需矛盾的缓和，更不是供求平衡。事实上，2004 年初三大交易所的库存由 82.45 万吨（LME 432 975 吨、COMEX 280 938 吨、SHFE110 596 吨）下降至 2005 年 1 月 20 日的 12 万吨（LME 43 625 吨、COMEX47 981 短吨、SHFE29 347 吨），降幅 70 万吨。这是铜库存下降幅度最大的一年，也是 15 年来的最低点，而且目前仍在下降。笔者以为 2005 年精铜库存对于全球精铜供需平衡所产生的作用将大大降低，由此得出铜价即将见顶回落的结论显得牵强附会！

有不少分析人士认为，铜供求紧张是由于隐性库存的存在造成的。那我们就来探讨这个问题：库存，一是交易所（LME、COMEX、SHFE）的报告库存；二是社会库存，包括有报告可查的消费商、生产商、贸易商所持有的库存和未报告的隐性库存。未来对精铜市场可能产生重大影响的就是隐性库存，由于是隐性库存，要弄清楚它的数量是困难的。因此，通过我们掌握的部分历史数据，来粗略推断一下精铜的隐性库存。一方面，从 2004 年年初至 9 月末，表观库存变动为：三大交易所的库存由 82.45 万吨（LME 432 975 吨、COMEX 280 938 吨、SHFE110 596 吨）下降至 16.46 万吨（LME 93 825 吨、COMEX50 269 吨、SHFE20 493 吨），降幅 66 万吨。此外，今年智利 CODELCO 公司释放了以前储存的 20 万吨铜，中国国储局也有将近 20 万吨储备铜投放市场。这样表观库存减少总量为 106 万吨。另一方面，国际铜研究组织（ICSG）统计显示，2004 年 1－9 月全球精铜缺口 77.7 万吨，CRU 统计的数据为 51 万吨。表观库存的减少与实际消费引发的缺口相差 30－55 万吨，这部分铜，很大可能就被人为藏匿而以隐性库存的形式存在。当然，这一推测值只能作为参考，隐性库存的实际数量只能是见仁见智。不过，有一点似乎比较明显：隐形库存的确存在。

隐形库存的存在是商品处于牛市阶段的常有现象，其目的只有一个：囤积居奇，获取暴利。其性质就是需求的一种：投机需求。可以设想，如果把隐性库存完全释放出来，那么 2005 年就不是什么供求紧张的年份，甚至是供大于求的年份。但我想这些机构也会找一个相对比较好的机会才会把隐性库存释放出来。

这时候，大家就会开始研究汇率因素、周期影响。笔者个人觉得，基金力量、技术图形特别是当前阶段中国的供需很值得研究。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根据美格里银行的数据,2004 年中国精炼铜消费量 370 万吨。中国精炼铜产量 213 万吨(海关统计进口 130 万吨)。综合来看,2005 年我国精炼铜供需缺口仍在扩大。在此大背景下,加上存在补充库存的需要,2005 年我国精炼铜的进口量与 2004 年相比,会以恢复性增长为主,理论上的进口量在 156 万吨。



图 41 铜价所处位置

从技术图形来看,相对于 2004 年 4 月的那次大调整,沪铜的主力合约 10 月、11 月、12 月、1 月、2 月、3 月等合约都创了新高,现在 4 月、5 月也即将创造新高,所谓的三重顶已经不存在,而四重顶及多重顶的说法并不多见,形态上有面临突破大三角向上拓展空间的需要。但从持仓情况来分析,LME 市场总持仓尚保持在 18 万手水平左右,但 COMEX 市场基金多头持仓开始趋向逐步回落,中国市场多头主力也已经开始撤退。以上情况似乎反映出部分投机资金已经开始不再眷顾铜市后期的上涨,而开始着眼于如何兑现盈利出局,从这一点看,后期看多铜价的同时需要保持谨慎。

总体来看,除了汇率等不确定因素以外,仅就供求关系而言,产销缺口仍然存在,而库存特别低(任何有关导致铜供应暂时中断的消息,将成为铜价上攻的现实理由),尤其是没有多少定价权的中国又大量需要进口,根据产需缺口变小指望最近几个月铜价大幅度下跌的预期可能会落空。

2005 -2 -16,2005 -2 -21 和 2005 -4 -18 作者在《中国证券报》连续

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发文，指出铜价短期无论涨跌，整体向上的格局基本确定。回头来看，本文正值铜价面临向上突破的关键时刻。2005－04－18，《中国证券报》的《铜真的见顶了吗》一文，指出牛市比许多投资者预计的时间要长，是作者对国际投资基金进行剖析后的必然结论。

附文4 沪燃油涨势依旧

近日美国能源信息署（EIA）公布的数据显示，过去10周来美国国内商业原油库存首次下降，令市场预期落空，纽约商品交易所（NYMEX）原油期货开始上涨。受此影响，沪燃料油一改去年以来易跌难涨的脾性，价格迭创新高，昨日FU507合约再度创下2680元的历史新高。

笔者认为，其直接原因在于新加坡燃料油价格居高不下。近期燃料油市场一个明显特点是新加坡燃料油价格明显强于原油价格，与以往情况相反。其背景在于新加坡燃料油市场供应较为紧张。从其离岸贴水（反映过驳和贮存费用）看，近期新加坡燃料油FOB贴水为2美元，这正是供应紧张的典型表现。据了解，由于西方炼厂出现检修高峰，到达新加坡的燃料油船货明显减少。另外，很多到达新加坡的燃料油指标为高黏度和高密度，要把其调和为符合中国需求标准的燃料油，则需要大量轻质油品，而主要轻质油价格高企，因而推高了新加坡燃料油价格。

当然原油与燃料油不同，中国与外国也不同，这需要我们仔细研究其背后的基本面。但有一点使我们相信，随着国际化、市场化步伐的加快，沪燃油与美国原油走势相关性只会加大，不会减小。近来国际油价对美国原油商业库存的变动较敏感。事实上，美国战略储备库存从2001年“9·11”后就一直呈不断增长趋势，目前已达近7亿桶之多，是十年来商业原油库存量最大值的两倍！且战略储备库存具有低流动性特点，不能随时释放，并不像商业库存那样对市场供需有着直接的调节作用。美国经过长期对战略储备库存的不断追加补充，形成了油价和库存一起攀升的怪现象。而且这只是中国、日本、印度等能源需求大国对能源争夺的一个侧面。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

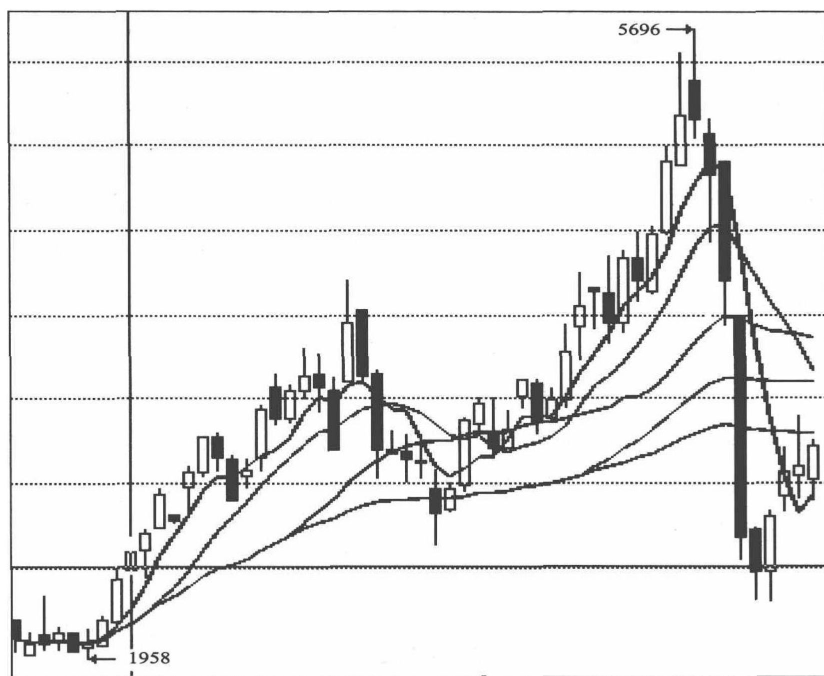


图 42　燃料油当时所处位置

就燃料油而言，当前影响其价格的主要因素在于：

首先，基金持仓调整结束。当原油价格在月初创下 58.28 美元的高点后，基金净多持仓也几乎与同期达到了阶段性高点。随后，油价在美国原油库存持续增加、国际能源署(IEA)调低全球能源需求及美元维持强势下大幅下跌，同期基金净多持仓也出现大幅下滑。截至 4 月 19 日，基金净多头寸减少 26999 手至 32651 手。但同时期货与期权市场总持仓在价格下跌时又创新高，表明投机资金还在继续流入原油市场。在基金持仓调整结束后，伴随美国几家炼厂接连出现故障，原油价格止跌后再次大幅飙升。

其次，进口成本高，价格下跌难。由于新加坡价格高企，国内进口成本明显抬高，而从 4 月 6 日开始，国际海事组织禁止使用单壳船运输燃料油，这直接提高了燃料油的运输成本。近期黄埔到岸贴水一直在 15 美元以上，这表明运输费用增加。黄埔市场商家报价也水涨船高，过驳价格基本维持在 2670 元/吨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三,需求高峰即将到来。由于夏季是电力需求高峰,燃料油需求量将再次上升。伴随着夏季即将来临,美国民众外出度假活动增多,汽油需求将趋于旺盛。此外布什政府还打算进一步提高石油战略储备到7－7.27亿桶,将进一步加大能源紧张局势。

总体来看,虽然价格高涨抑制了燃料油需求,但在原油价格重新企稳、需求旺季即将来临以及供应紧张、美元弱势、中东局势动荡的共同作用下,燃料油新一轮的上涨动力较足。而市场上传来人民币升息、升值预期,对于价格的上涨虽然不利,但大幅升值预期短期内难以成为现实,而小幅升息虽有可能,但鉴于时间滞后和幅度不大,总体对于价格影响并不大。

2005－04－26《中国证券报》发表该文,指出燃料油价格仍将以上涨为主。虽然当时燃油价格已经大幅上涨,但回头来看,迄今(08年金融危机后)为止仍属低价。

附文5　危机蔓延的内在逻辑

提要:8月28日,道指280点的大跌,似乎在提醒我们,美国的次级债危机尚未完结。我们将前几周国际金融市场展示的继9.11以来最大的金融危机的蔓延过程进行梳理,试图得出某些一般性的结论。

美国依然是世界经济的领导者

美国依然是世界经济的火车头,也是这场次贷危机爆发的起源地。分析美国的情形有助于理解危机的根本。

危机的演变过程:

9.11以后,为了挽救日渐衰落的美国经济,美联储接连降息——低利率、经济增长——贷款买房人增多——房价逐步上涨——为了抑制通货膨胀,2004年中期以后利率逐步抬高——贷款人利息负担加重——贷款人(或投资人)开始抛售房屋——房屋价格下跌、且利息负担过重——部分贷款人开始违约——次级债投资者(商业银行、投资银行、贷款公司、基金等机构)蒙受巨大损失——为减少损失和偿还债务金融机构从各个风险市场收缩战线——全球股市大跌、敏感商品走软——普通投资人因恐惧和担忧而跟风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

抛售——部分空头机构落井下石、伺机打压——新一轮大跌再度开始——各国中央银行注资和美联储降低贴现率——恐慌过后接着一波反弹……

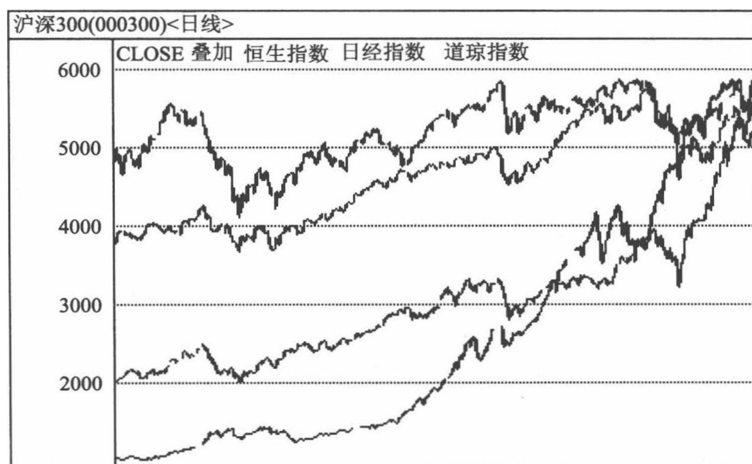


图 43 四大股指几年来对比图

注：图中相对位置，左侧高低依次为日经指数、道琼指数、恒生指数、沪深 300 指数。

主要金融市场正常反应下的“异常”局面

可以看出的正常现象：首先，道指是领导者，恒生指数与其关系最为密切，其次是日经 225，而沪深 300 具有明显的独立性，短期受危机的影响甚微。

异常一：在 8 月 16 日道指只下跌 14 点的情况下，为什么 17 日日经指数大跌 851 点，跌幅达 5% 以上？而恒生指数一度下跌达 1200 多点，而收盘仅下跌 1.38%，留下极长下影线？

异常二：随着危机的蔓延，道指和世界其它主要股指都在下跌，对于经济和金融敏感的商品如原油、有色金属等也都以大跌为主；这符合人们的普遍预期；然而美元指数却由 79.96 反弹到 82.13，最近几天却反而开始回落？

对于第一个问题可以解释为：8 月 16 日道指只下跌 14 点，是由于尾市市场传闻美联储即将降息，而亚洲市场对于这一消息拿捏不定、难以把握而出现的混乱。这一点可以从今天亚洲市场的表现得到验证。

第二个问题可以解释为：汇率问题不单是一国经济基本面的反映，还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有一个与其它国家经济相比较的问题。至于这次危机对实体经济的危害有多大目前还不好评估，但是直接受损的肯定是那些投资次级债的机构，而这些机构未必就是美国的。影响汇率的还有一个较为重要的因素，就是利率。由于日元利率一直偏低，国际金融机构通常通过日元融资，然后投资配置到一些高息货币的资产上，进行所谓的息差交易。危机发生后，他们纷纷对息差交易进行平仓，这引起日元需求大增，日元随即相对国际货币大幅升值。美元日元由6月25日的124.15下跌到8月17日111.59，欧元日元由7月23日169.07下跌到8月17日的149.36。但是，欧元美元却是相反的情形。

美元短期走强原因有三：首先，受次级债危机影响，不少金融机构和个人都面临越来越大的还贷压力，这使得对美元的需求大增；其次，海外市场的剧烈波动使得许多美国投资人将资金汇回国内，对美元汇价带来支持；第三，美元仍是各大央行和其他投资人首选的避险工具，当经济出现问题或是金融市场出现重大风险时，美元的避险作用就愈加凸现。

对国内股市一些积极的信号

研究国际市场的目的最终归结为对于国内商品和股票指数的影响。那么我们从危机中看到哪些积极的信号呢？

1. 美国房地产的危机会否引起国内对于房贷风险的重视？2. 能源、有色金属等商品价格的下跌对于世界经济终究是好事。3. 国外市场的高风险是否会引起QDII和中国投资公司的谨慎？4. 中国经济基本面良好和人民币升值的趋势，国内股市相对影响较小，会否引起国外资金更加向往中国A股市场？

一个结论，两个思考

结论：危机对国际金融市场影响巨大，股市和敏感商品最为直接，但是至少短期来看对中国股指影响有限。

思考一：金融危机是否能够化解？会否转化为经济危机？

思考二：美元的强势是类似危机的一般规律，还是暂时的反弹（研究美元是因为其是许多金融产品包括商品的定价货币）？

（2007年8月21日和讯网。2007年11月13日《期货日报》讨论次级债问题引发的全球危机及对商品的深远而复杂的影响。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附文 6 震荡下跌应是主基调

商品市场是否已经转为熊市？这是眼下最有意义的讨论话题。我们可能不能给你一个简洁的回答，因为这涉及什么是熊市的定义。但是我们仍然可以较为明确地告诉你，震荡下跌应该是下一阶段的主基调。

为什么？

拿商品市场的风向标——原油来说，总体上说，主要看涨因素是供求紧张，美元贬值和投机炒作。其实投机在任何一个市场都有，市场的规则是，投机者对自己所做的选择承担风险。因此从中长期来看，投机者选择的方向一定是在综合考虑前两者因素后的理性行为。而商品的供求关系又和经济增长高度相关，所以在今年年初，我们将影响原油乃至整个商品的主要因素进一步概括为：经济增长下滑与美元贬值的矛盾。

自去年 7 月美国次级债危机逐渐显现以来，世界经济一直是缓慢下滑的。只是美元指数在今年 3 月 17 日才见底，而后还经过了漫长的近 5 个月的盘整。8 月 6 日，美元指数一举升破 200 日移动平均线，为 2006 年 4 月以来首见。技术上看，这可能预示着美元的中期反转已启动。8 月 8 日，这个注定富有纪念意义的日子，美元指数在午间站上 75 一线。目前来看，已经站稳 75，下一步将看到 78 一线。这对商品市场无疑会构成实际抛压。至此，影响商品市场的两大因素，归结为经济已经并将还会下滑，而美元形成阶段性升值的趋势，商品牛市的基础发生动摇！CRB 指数 8 月 4 日的一根大阴线，基本确立一个中级的调整趋势。考虑到原油的短期支撑在 105 到 110 左右，下一阶段商品市场震荡下跌应该是主基调。

国内来看，前期累计涨幅过大，而最近反弹无力的品种，如大豆油脂系列（包括大豆、豆粕、豆油，菜籽油，棕榈油），锌，铜，天然胶，燃油，棉花等 11 日跌幅较大。而像白糖这类前期累计跌幅较大的品种，还有像小麦、玉米等前期涨幅不大的品种，受到的影响较小。

事实上，早在 4 日就有先兆。我们看到，在原油反弹的情况下，CRB 却是下跌的。这说明整个商品市场对于原油价格是“跟跌不跟涨”。国内市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

除了与原油价格关系密切的燃料油、PTA、LLDPE，以及铝和黄金等少数品种微涨外，大多数品种飘绿。5 日，原油和 CRB 再度大跌，国内品种迅速做出响应，全线下跌，出现九个品种跌停。

商品市场的大跌在证券市场也得到验证。虽然有八月较大规模大小非解禁以及新股发行的压力，但是也有针对纺织企业的出口退税和中小企业信贷的"微调"措施到位。多空因素对峙，市场在量能进一步萎缩的情况下，前期勉强维持在2600 至 2900 的"维稳"区域内。5 日商品市场吹来的阵阵凉风，让一些依赖原材料涨价而爆富的企业，意识到秋天真的要到了。那些石油、有色金属、钢铁、煤炭、农林等行业的股票跌幅巨大。对原材料价格涨跌较为敏感的行业如食品加工、房地产股也大跌。

不过国内经济形势正在起变化……事实上，以原油为代表的商品市场的大幅下跌，给逐月上升的 PPI 以当头一棒，给逐月回落的 CPI 走势"吃了颗定心丸"。毕竟在有了物价稳步回落的预期之下，才可能指望宏观调控出现松动的可能……

当然，影响世界经济和美元汇率的因素极其复杂，经济的逐步企稳和美元升值的到位，可能还需要相当长的时间。眼下以 CRB 指数接近或击穿510 的前期低点为标志，原油为代表的商品市场的震荡下跌应该是主基调。

奥运就要召开，一切的期望能否兑现就会逐步明朗，该怎样就怎样吧！承载在政府肩上的一切合适的和不合适的政治负担都将解除。全心全意抓经济，相信奥运会后将有大动作。

（2008 年 8 月 6 日和讯特约，在经济走势存有疑虑的情况下，指出原油为代表的商品市场的震荡下跌的主趋势。）

附文 7　中国期货市场的发展进程仍将加快

——节选自《文华财经》专访稿

全球金融海啸的强烈冲击波已渐平息，但它对于实体经济的负面效应却正在显现。采访中，吴总对记者表示，目前全球经济下滑的趋势仍在继续，不过，未来经济一旦企稳，商品市场仍会迎来重新走牛的机会。期货市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场是双重跑道，如果投资者能够较好地利用，就会将动荡转化为机会。同时，相关企业利用期货市场规避风险，则会对其经营活动起到保驾护航的作用。

文华财经：吴总，您好！尽管目前全球各国政府对金融市场的救助依旧，但是金融危机已向实体经济蔓延，从德国到日本等多个主要经济体已在美国之后相继陷入衰退。在经济逐渐下滑的过程中，您认为全球商品是否具备大幅反弹的条件？

作者：我觉得这个问题很有价值，可以使投资者从整体上了解市场的发展趋势，而大趋势的判断有助于掌握市场发展脉络。从两个方面分析：

1. 宏观经济与商品的供求基本面。目前包括中国在内的全球各国GDP增长均在下滑，而在这一过程中商品的需求也在逐步下降，像有色金属、原油等与金融关系密切的品种，需求减弱导致这些商品供大于求或者供求接近平衡……

2. 美元的波动趋势。在我看来，未来美元还有继续反弹的可能。虽然在经济和金融市场方面美国的鼎盛期已过，并且影响力在逐渐缩减，但是美国在包括科技、军事在内的综合实力依然非常强大。目前市场上仍找不到一种货币可以完全取代美元。欧元、日元或者人民币这几种相对强势的货币，加在一起也许能够部分代替美元的作用，单独还无法与其抗衡。未来几年的时间，在国际贸易或者金融市场，美元作为主要计价货币和结算货币的地位仍不会发生改变。因此，我们还不能撇开美元的升贬情况，单独判断商品市场的价格变化。

最近各国政府都在采取措施刺激经济，也因此向全球市场释放了较大的流动性。实际上，在未来相当长的时间内，美国将会继续增加货币发行。另外，奥巴马上台之后，美元会不会就此走强目前仍具不确定性，这涉及他的政策取向及实际效果的问题。从历史上来看，民主党上台后会使政府的财政状况好转，而从这个角度来讲，我们偏重于预期短期美元的逐步走强。但是，美元作为货币本身是由政府来控制的，而且这种控制是合法的。因此，对美元的趋势预期，只能是“不确定性”的。

综合来看，商品市场的整体基本面短期仍然支持价格的下跌。不过，在这过程中要细心观察美元的升贬情况，特别要关注美国的财政赤字和贸易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赤字的情况。如果出现美元回落的情况(美元在摸高88—92之后也许会出现一定的回调),可能会导致商品市场出现大幅反弹。

文华财经:过去一年,全球农产品价格历史性地突破前30年运行区间,然而这场金融海啸又将价格重新拉回原本的区间之内。相对于持续大跌的原油以及金属等工业品,金融属性较弱的农产品能否在未来的商品市场中独领风骚?

作者:早在今年9月份,我在和讯上发表过一篇文章,题目即为《农产品将率先走出独立行情》。农产品对经济与金融市场的敏感度弱。但是,最近金融市场的动荡仍然对农产品产生较大影响。不过国内的大宗农产品由于受国家相关政策的保护,会出现一定的独立行情,即相对较强的行情……

文华财经:在未来一年内经济形势仍旧悲观的背景下,具有投资保值功能的黄金又会如何表现呢?

作者:黄金是一个很特殊的贵金属品种,在这轮熊市下跌中,美盘黄金是下跌幅度最少的一个品种。因为黄金具有保值功能。每当灾难来临时,黄金在下跌过程中常常出现较大的反弹,因此总体跌幅小。如果考虑美元的因素,一旦美元再次大幅贬值,很有可能将导致黄金价格再度上涨;而一旦美元被新的货币所取代,那么黄金的地位将不如现在这么重要。黄金的价值就在于,市场对美元丧失信心,而又找不到其他令人满意的替代货币。因此,短期来看,黄金的表现依然良好。但是,从长期来看,黄金的涨势不具有可持续性,毕竟黄金不像原油以及有色金属等品种是经济发展所必须的……

文华财经:继4万亿刺激内需计划出台之后,我国又再次“大手笔”降息,这是央行9月份以来第四次降低利率,从中可以看出政府保增长的决心。然而,也有人认为,这同时也显示了当前中国经济形势的严峻性。那么,您是如何看待中国经济未来趋势的?

作者:目前中国的形势确实是严峻的,经济增长下滑的速度非常快,央行一次性降息108个基点也佐证了这一点。不过,整体来看,中国宏观经济面临的问题并不大…需要引起注意的是中国的房地产市场。我们注意到,经济学家樊纲在对中国当前的经济形势进行判断时说,目前中国不存在大的泡沫,楼市在经过1年的调整之后,市场的泡沫也基本被挤掉了。但是,我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

认为中国经济面临的最大隐忧恰在房地产市场上。从房价收入比可以看出，中国目前的房价仍旧偏高，房地产又是投资中最缺乏流动性的，怎样解决房地产问题至关重要。

总体而言，我认为，只要房地产市场处理得当，即使在全球金融风暴的席卷下，中国经济仍将表现靓丽。虽然09年的中国经济增速会不如08年，但是09下半年，中国股市应该会呈现逐渐上扬的态势。

文华财经：由美国引发的这场全球经济危机仍在蔓延，美国这个全球“最有实力的国家”的地位不断遭到质疑，而外汇储备高居世界第一的中国则被寄予厚望。在您看来，未来世界金融格局以及国际战略结构是否会发生历史性的变化？

作者：一定会发生历史性的变化。前面已经谈过，美国在经济、金融市场的“老大”地位已开始受到挑战，目前市场讨论的是，未来哪个国家能够取代美国的问题。也许可以用欧元、日元、人民币等货币逐步取代美元。比如说，欧洲的期货交易所可以采用欧元报价，而不是美元。中国，实际上早就用人民币报价，而且部分商品在国际市场上已经很有影响力。另外，东京的部分交易所同样采用日元报价，这些情况在国际期货市场上已经发生，只是占的比重相对较小。

目前人民币还没有完全自由兑换。我认为，市场有可能会突破常规，也许不一定要等到人民币完全自由兑换的时候才可以成为世界货币。从长远来看，人民币已走在自由兑换的进程中，而在这一进程中，未来有可能会出现跳跃性的突破。

文华财经：几个月前全球大国的通胀率仍不断触及高位，然而随着经济衰退成为现实后，目前通货紧缩反而成为全球新威胁。不过，在全球各国政府的一系列经济刺激计划下，正在重新注入大量的流动性，那么，未来市场是否会再度面临新的通胀压力？

作者：美国1929年的大萧条的教训告诉我们，面对危机积极的财政政策和宽松的货币政策是必须的。外国政府的注资是针对金融机构的注资，而不是对市场的直接投资。在这场金融危机中，一些大的金融机构本身已经损失惨重，甚至濒临破产，银行变得非常小心，一旦获得资金可能也只是增加自身的流动性，依然不敢对外大量发放贷款。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通货膨胀实际上一直在发生，这也是经济运行的一个趋势。从50年、100年的时间来看，大宗商品价格一直在上涨，放大来看这就是通胀的体现。所以，短期商品可能不会立即大幅上涨，随着时间的推移，肯定会导致商品牛市的重新出现，这也是经济周期循环的必然规律。

文华财经：随着全球金融危机的爆发，以及对美国金融市场过度创新的置疑与“批判”，关于加快推出股指期货的呼声在中国期货市场上也逐渐销声匿迹。您认为，在目前全球金融动荡的背景下，中国的股指期货是否具备推出的条件？

作者：目前已经有许多声音在阐释，美国金融市场的“过度创新”与实行严格监管的交易所交易无关，次级债是由监管不规范的场外交易所致。因此，不仅不能因此误杀期货交易，而且，恰恰相反，应大力提倡与发展期货交易。

人们认为股指没有推出的原因是由于金融危机的全面爆发，以及“过度创新”的负面影响，那是没有认识清楚危机的“来龙去脉”。至于说是我们准备不足，实际上中金所成立已经两年多，期货公司的软硬件准备已经很充分，因此，已具备随时推出股指的条件。

对于金融创新的步伐将会放缓的担忧，实际上我认为，这要看管理层对这一问题如何看待。大量发行的次级债引发金融危机，次级债并不是场内交易，而是在场外柜台交易。同时，次级债也不像在期货市场上一样具有做空机制。此外，还需要注意的一点是杠杆倍数。期货市场实行的保证金制度，基本上是5～10倍的杠杆。但是在华尔街的场外衍生品，投行操作的杠杆是30～40倍，有的甚至达到60倍。而这主要是由于场外交易缺少监管，任由投行“自行”随意地放大造成的。正规的场内交易不同，所有的交易行为都受到严格的监管。

因此，我认为，管理层应该能清晰地认识到，次级债危机对于中国这样一个金融创新严重不足、避险工具对经济繁荣发展未起到应有作用的国家来说，不应该构成推迟股指期货推出的一个借口。证券市场没有做空机制，导致了基金等机构资金像“大散户”一样进行投机交易，追涨杀跌，去年的过度上涨，以及今年的过度下跌，都有这方面的原因。因此，中国的证券市场，实际上迫切需要股指期货这个具有价格发现、规避风险功能的工具。中国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融市场体系的完善、健全需要股指期货。中国期货市场的发展步伐不仅不会减慢,反而其进程会加快,我们应当有这种预见与信心。

（本文节选自《文华财经》2008 年 12 月 2 日对作者的专访。文中作者对货币体系、宏观经济、房地产、股市、商品市场、股指期货等提出系统、全面的看法。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

| 第六章 |

CTA 的交易策略

本章论述 CTA 的各种交易策略和战略，重点简述套利的理论、策略、经验、教训和套利方案的设计。

市场的生存之道不在于几次侥幸的判断正确，而在于有好的理念和策略，理念和策略是 CTA 的生命线，是基金生存和发展的看家本领。

不可胜在己，可胜在敌。胜兵先胜而后求战，败兵先战而后求胜。

——《孙子兵法》形篇

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一节　套利概论

1. 套利定义

套利又叫套期图利,是指利用相关市场或合约之间的价差变化,在相关市场或合约上进行交易方向相反的交易,以图价差发生有利变化而获利的交易行为。

2. 套利主要类型

套利行为又可具体分为两类:利用期货市场和现货市场之间的价差进行的套利行为,称为期现套利(Arbitrage)。期现套利主要有两种形式:一种叫正向套利,一种叫反向套利。正向套利是指,买入现货的同时,在期货合约上卖出,以期望价差缩小后,通过对冲平仓,或者进行交割来获取预期的价差收益的套利形式。反向套利是指,卖出现货的同时,买入期货合约来套利。

利用期货市场不同合约之间的价差进行的套利行为,称为价差交易(Spread)。具体又可分为跨期套利、跨商品套利和跨市套利。

(1)跨期套利:跨期套利是指在同一期货品种的不同合约月份建立数量相等、方向相反的交易部位,并以对冲或交割方式结束交易的一种操作方式。笔者以为,跨期套利也可以划分为两种形式:一种叫正向套利;一种叫反向套利。正向套利是指,买入近期合约的同时,在远期合约上卖出,以期望价差缩小后,通过对冲平仓,或者进行交割来获取预期的价差收益的套利形式。反向套利是指,卖出近期合约的同时,买入远期合约,以期望价差有利变动后对冲平仓来获利,由于反向套利的收益是建立在价差有利变动的基础上的,一般不便于实物交割,所以反向套利实际上是一种价差的投机行为。蝶式套利是正向套利和反向套利的一种组合,注意:这里避免使用“买入套利、卖出套利”以及“牛市套利、熊市套利”等容易引起歧义的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说法。

(2)跨市套利:跨市套利是指在某个期货交易所买入(或卖出)某一交割月份的某种商品合约同时,在另一个期货交易所卖出(或买入)同一交割月份的同种商品合约,以期在有利时机分别在两个交易所对冲在手的合约获利。

(3)跨商品套利:跨商品套利是指利用两种不同的但相互关联的商品之间的期货合约价格差异进行套利,即买入某一交割月份某种商品的期货合约,同时卖出另一相同交割月份、相互关联的商品期货合约,以期在有利时机同时将这两种合约对冲平仓获利。跨商品套利可分为两种情况,一是替代品或互补品等相关商品间的套利,二是原料与成品间的套利。

3. 套利的优势及特点

套利交易具有风险小、收益稳定、成本低等特点,受到投资者(尤其是机构)的广泛欢迎 。

单边赌方向,双边赌价差。运筹帷幄,决胜千里。“胜兵先胜而后求战,败兵先战而后求胜”。积小胜为大胜。国外套利手续费有优惠,保证金比例较低;国内郑商所跨期套利保证金收单边,大商所、郑商所都有套利组合指令。套利丰富了人们的交易方式,套利制造交易,改善流动性。

《证券时报》2003 年 11 月 11 日刊载的“套利与锁单” 的文章,实际是作者早期对套利交易的探索。

附文 1　套利与锁单

初入期货市场时,我常为风险控制的事苦恼。为此我专门请教过期货公司交易部经理。这位经理,其实是一位比我大不了多少的漂亮小姐。听说该姐是从香港学的道,还与南大(南京大学)教授合编过有关期货的专著。当我提出上述问题时,经理先推了推她的金丝边眼镜,然后说道:“不要做许多单边的单子!”。是的,不做过多同方向的持仓,是控制风险的最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好办法。可你知道，十年前的资金成本（利率和通胀率都很高）太高，不做较多的持仓，则意味着有较多的资金闲置，这不是浪费吗？我又如何向领导解释？经理又说道："可以既买又卖，双向开仓，做套利。"我回头又看了许多套利的书，很快把跨市套利的理论，用在北京线材和苏州线材的交易中，并取得良好效果。CBOT和DCE间大豆的套利，LME与SHFE铜期货的套利，乃是当今某些大型投资公司期货交易的重要手段。后来尝试的跨品种套利，如大豆与豆粕之间的套利，至今仍在沿用。至于跨期套利，相信不少投资者已尝试过，因其实用性，想多做些探讨。在我看来，套利应注意以下几点：

首先要有"利"

这个"利"是经过一系列的计算而得出的客观判断。在期货市场由于持仓费的存在，远期合约价格一般较近期合约价格有一个合理的升水，在这个合理的升水范围外的价差才叫"利"。所以，套利是在确有盈利把握下的双向开仓行为，决非在现有持仓已经亏损的情况下，再自欺欺人地在其它合约做反向开仓。那样做，与其说是套利，还不如说是套损。因为不同合约反映的市场供求关系和投机力量的强弱大不一样，靠跨月对锁是不能完全抵消风险的。

"承前启后"而不"舍近求远"

"承前启后"即买进近期合约的同时，抛售远期合约；"舍近求远"即抛空近期合约的同时购进远期合约。这是根据中国期货市场实际运行的经验总结得出的，并非理论推导。主要理由是：在我国，近期合约容易发生逼仓事件，且大多以多逼空的形式出现。

不要做跨年度套利

不同作物年度的农产品的年景可能大不一样，而不同市场年度的政策和形势变化也较大，因而给套利带来不便。比如说，根据交割商品检验的有关规定，郑州小麦7月合约与9月合约一般不适宜作买7月卖9月的跨月套利。当然价差过大又是一回事。

套利的风险

由于套利一般并不关心期货绝对价格的涨跌，只关心价差的变化，同时开仓、同时平仓。对于某些商品，有资金实力的机构，甚至可以通过实物交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

割来兑现利润，所以风险相对较小。但对于中小投资者来说，仍面临部分风险。

锁单不是套利

有一天，一位期货公司的“高手”，向我夸耀他当日做了一记妙单。至于是什么漂亮的单子，他要替客户保密。在我再三追问之下，“高手”很不情愿地说：“我做了一把双刃剑”。所谓双刃剑，其实是一对锁单，同一个合约，同一个价位（甚至卖单价比买单价低），买进 100 手，又卖出 100 手，而且都是新开仓。这岂不是自己和自己对做？看到我不解的神情，他又继续解释道：“假如价格先涨上去，我的买单获利，将其平仓，待价格回跌后再将空单平仓；假如价格先跌下来，我的空单先获利平仓，待价格回升上去后再将买单平仓。这样既能盈利，风险又不大，可以称得上两全其美！”

他实际上是作了短时间价格只作区间震荡，不会向某一个方向突破的假设。在我看来，凡作锁单都是对行情（至少是短期行情）看不准而采取的一种消极保护措施，实质是一种逃避错误的行为。锁单与空仓相比，除了占用保证金以外，还多交一轮手续费（因为对投机商而言，买单、卖单最终都要平仓），既然行情把握不住，又偏要去做，这除了投资人手痒之外还能有什么更好的解释呢？

可每当我阐述这一观点时，立即会招致许多人（大多数是投资者）的反对。理由是，大多数人在已有持仓不利的情况下，容易接受去做锁单，而不情愿去止损离场。这又导致我更进一步的看法：锁单，锁住了亏损，也锁住了利润；锁住了行情，也锁住了心情。认赔出场是承认自己做错了，而锁单只是对短期震荡搞不清而已。

从这个角度来看，锁单也不像我讲的那样一无是处，至少锁单比逆市硬顶要好，当然锁单（即便是跨月锁单）不是套利。

《套利与锁单》的新注释——关于套利首先要有“利”的观点后来已经过修正。实际上，一群人谋划、运作并获得巨大收益的棉花、白糖等品种套利实例，可以参考本章附文 2。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二节 套利分析方法

套利的分析方法一般为：

1. 图表分析法

打开彭博分析系统可以做各种价差图和比价图，通过观察图表确定价差的主要波动范围和概率，制定相应交易策略。

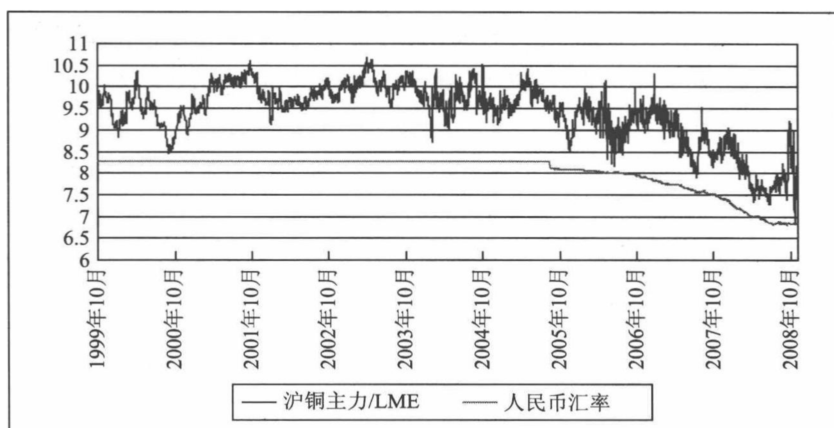


图 44 沪铜主力合约与 LME 三月比价

2. 因素分析法

从影响价差的各种因素（持有成本、费用、季节、供求等）分析，测算合理的价差，套取超出合理的价差外的偏差利润。通过交易所网站及其它资讯查相关规定和费用，注意货物的商检和他仓单的注销。

第三节 套利实战案例精选

有关统计表明，最近几年，中国投资者跨市套利的年收益率在 50% 左

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

右，而跨期套利的年收益率只有 10%，期现套利和跨品种套利的投资者数量众多而收益率各不相同。2005 年年初，国内的棉花现货价格裹足不前，而期货价格提前启动，成就了一批精通现货而又很快接受棉花期货的期现套利商。

附文 2 棉花套利的经典案例

发生在 CF411 和 CF412 上的故事

实施时间 2004 年 6 月 2 日至 2004 年 10 月 13 日

预备总资金额度 3 000 万元(实际只动用约 400 万)

1. 操作过程简述：

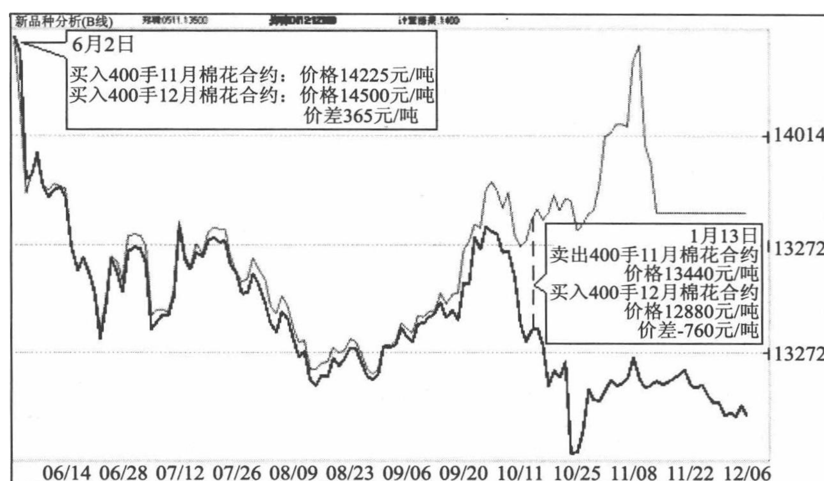


图 45 棉花套利实战

2. 资金量计算(表 21)

表 21

棉花 0411 合约全额货款为	28 450 000 元	= 14 225 × 2 000(吨)
其中在 11 月前保证金为	1 991 500 元	= 14 225 × 2 000 × 7%(元)
棉花 0412 合约保证金额为	2 042 600 元	= 14 590 × 2 000 × 7%(元)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 利润额结算(表22)

表22

套利时价差(元/吨)	365
平仓时价差(元/吨)	-760
套利数量(吨)	2 000
资金占用(元)	4 034 100
交易成本(元/吨)	40
合计利润(元)	2 170 000
实际占用资金收益率	53.79%
总资金额度收益率	7.23%

补充说明：

如果两合约价差继续扩大，则进行交割，资金占用28 450 000+1 459 000=29 909 000元。此笔交易实际经过四个月时间实现了对冲平仓，而不需要进行交割。

表23　　实际交易及如果进行交割对照

	实际交易	交割
运行周期	四个月	七个月
资金占用	4 034 100元	29 909 000元
实际收益	2 170 000元	530 000元
单笔收益率	53.79%	1.77%
额度收益率	7.23%	1.76%

这里实际上表达了套利不一定首先要有“利”的观点。套利是一种投资策略，以近乎零成本建立投资组合，并以较大概率保证组合的价值不小于零的机会。套利可以利用市场异常(不合理价差)而获利，但不一定是将纠正市场异常情况作为唯一获利途径。关于“承前启后”而不“舍近求远”，实际上是谈尽量做正向套利，而少做反向套利的观点。反向套利的弊端可以进一步参考下文。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附文 3 反向套利缺乏坚实的基础

套利,在国际上被投资基金等机构投资者广泛利用。近年来面对期价的高位巨幅波动,套利交易以其独特的优势保持了较好的稳定性和较强的赢利能力,特别是某些正向跨月套利,被誉为期货市场的“无风险套利”。

然而最近坊间不时传来中国的跨市套利者在 LME 和 COMEX 被挤空的消息,亏损额达 60 – 80 亿元! 而且清一色的是买国内卖国外的反向套利。由于在国外的空单时常遭挤兑,他们为了弥补亏损也在国内效法挤仓。客观上把从国内赚来的钱转手给国外基金,造成国内市场的资金失血过多。难怪忧国忧民者,大骂这些反向套利者“卖国”呀,“洗钱”呀什么的。当然也有反向套利者辩解说“我不在伦敦抛,根本不敢在上海买”。虽然这话听起来就像“我不给鬼子带路,哪敢跟八路干?”的汉奸说的。然而笔者这里仅从“在商言商”的角度出发,通过对反向套利的理论剖析和实际操作谈点看法,其结论是:反向套利缺乏坚实的基础,获利实属不易。

笔者以为,现在流行的反向套利大体分两类:反向跨月套利和反向跨市套利。理论上说,反向跨月套利者所犯的致命错误是:贸易次序的不可逆(现货贸易都是先买进货物,然后才能抛出货物)。期货投机虽然可以先做卖空,待价格下跌后,再回补平仓,但实物交割时根本不可以没有货而做卖方。特殊情况下,现货贸易商备有现货,或者可以从大贸易商处借得现货者除外,因为这种情况并不多见,而且这里的现货也是预先购买才有的。一句话,反向跨月套利通常无法通过交割来避免可能出现的损失。因为投机者大多根本没有货,也不愿意去办理交割。

请看发生在 A0501 与 A0505 间套利的故事:有投资者在 2004 年 9 月 20 日,当 501 与 505 大豆价格相同时,做了一笔“卖出 501 大豆合约同时买进 505 大豆合约”的反向套利单子,价位都是 2 690。当时基于的理论基础是 505 大豆价格向来高于 501 大豆,同时,两合约间由于持仓费等因素 505 价格也必将高于 501 大豆。12 月 6 日,该笔套利价差由当时的 0 点扩大到 170 点(12 月 6 日 501 收盘 2749,505 收盘 2 579),投资者套牢。到 2005 年 1 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

12 日，该笔套利价差由当时的 0 点扩大到近 400 点（1 月 12 日 501 收盘 3003，505 收盘 2616），该投资者亏损巨大。

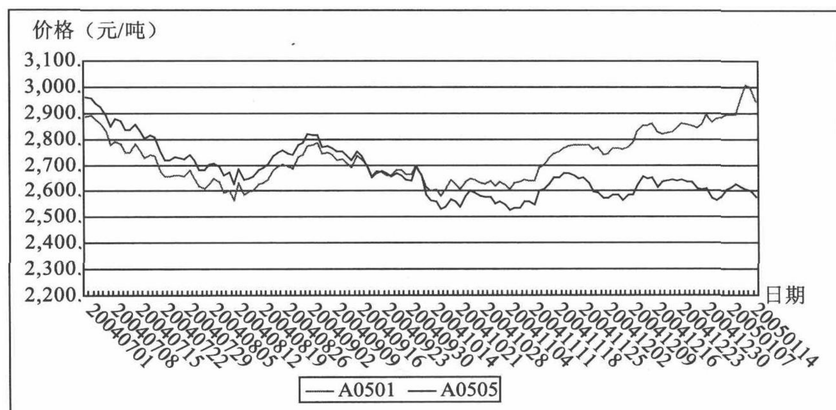


图 46　A0501 大豆与 A0505 大豆走势对比

相反，当时假若进行的是“买入 501 大豆，卖出 505 大豆”的正向套利操作，其结果将是获利不菲。因为“买下 501 的大豆正好抛到 505 去”，所以反向套利者在正向套利者“逼仓”的大旗之下，丝毫没有还手之力，举手缴械是唯一出路！

通过统计学的方法对大量历史数据进行计算以得出相关品种的价格差落在一个固定区间内的概率。如果这个概率非常高，那么只要接近区间的上、下沿就可以进行套利操作。但是相当高的概率并不是百分百的概率，同样还有小概率事件可能会发生，哪怕 1% 的区间外的概率也足以使没有风险意识的套利者损失惨重。真正的套利者就是获取大概率事件里面的利润，而以小概率事件发生时候的止损作为套利的成本罢了。

有人打趣地说，做期货的人，再去做现货，就跟“炒股炒成股东，炒房变成房东”一样。长期做期货的人都知道，交割是件苦差事，既繁琐又劳累，尽量避免是上策。可是你也不能贬低实物交割这个环节，没有了它，期货价格真的就是“空中楼阁了”！正是有了“不行，就交割”这个硬道理，正向套利才有了坚实的基础。这真叫“当你做好最坏的打算时，绝大多数情况下，你的对手就慌了！”而大多数正向套利（投机）者因而也无须交割就能实现巨大盈利。

再来看看前面提到的造成“巨亏”的中国跨市套利者。理论上说，反向

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跨市套利所犯的致命错误是:贸易方向的不可逆(即货物通常是由生产地销往消费地,由供应地运往需求地的)。

所谓跨市套利,是指在某个交易所买入某一交割月份的某种商品合约的同时,在另一个交易所卖出同一交割月份的同种商品合约,以期在出现有利时机下分别在两个交易所对冲平仓而获利。一般来说,某期货品种在各交易所间的价格会有一个稳定的比价,而一旦这一比价发生短期变化,交易者就可以在这两个市场间进行套期图利,并在比价回归正常时同时平仓获利。

现货进出口贸易是促使异常比价回归正常的主要力量,亦成为跨市套利的理论基础。对于 LME 和 SHFE 铜市场而言,正常的进出口贸易状态下存在一个相对固定水平的比价关系。而当两个市场间因短期供求、交易时间差异、资金炒作等诸多因素导致两地出现异常比价时,就会刺激贸易商改变进出口速度,进而使异常比价在一段时间后重新回归正常。因此,研究一个市场是否存在真正的跨市套利机会,首先是要确定两地正常比价水平,并在此基础上分析异常比价产生的原因,进而预期异常比价能否或可能在多长时间回归正常。

在原有的贸易和汇率体制下,沪铜与伦铜的比价在 9:1 之下是有不合理(因为一般进口商会亏本)之处。就按 9:1 算,假如国内上海是 36 000 元/吨的铜,LME 是 4 000 美元/吨的铜,于是你就来买上海的铜,抛伦敦的铜?如果你这样做了,按照 8.277:1 的汇率(按照 8.11:1 亏得更多),在不考虑各种税费的情况下,你每吨就隐含亏损 2 892 元,这是否是更大的不合理?打个比方说,东北是我国的大豆主产地,华东一带有许多大豆压榨企业,大豆价格比东北高理所当然。现在有人说,根据往年的经验,一般每吨要高 300 元,现在每吨只高 200 元,这不合理。于是你就要买华东的大豆抛到东北去?试问有这么傻的人吗?当然不会有。

反向套利者,你是否考虑到税费的变化,人民币可能进一步升值的预期,以及头寸的暴露导致国外基金的挤兑?一句话,你套利的基础坚实吗?

客观地说,套利比单纯的单方向投机从理论上说风险要小些。然而市场不相信眼泪,也不相信雄辩,盈亏情况能够说明一切。

还有人利用人民币汇改初期的理解混乱,大谈"人民币升值有利于反向套利"。事实上,算算账就明白……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有贸易商认为，中国对铜的需求已经“硬着陆”。通过提高国内生产企业的生产能力，大量进口铜精矿、废铜等途径，实际的供需矛盾可能已向供大于求转变。另外一个重要的现象是，一贯相关性非常好的LME铝、锌等金属期货大多在今年3月份之后就开始不断下跌，唯一坚挺上涨的就是铜。而中国是铜的净进口国，铝、锌等金属的净出口国。为什么会这样？

反向套利，究其本质而言，就是投机的一种。市场上大部分人对其理解有偏差，甚至有人把它同套期保值混为一谈，这是它产生巨大风险的原因。没有资金管理，没有止损观念的反向套利是危险的。理论上说，市场总是要恢复到正常合理的比价区间去，这没有问题。但问题在于，需要多少时间、通过什么途径才能恢复到正常的区间。如果继续向不正常的方向发展的话，我们应该采取怎样的对策。

以上谈及反向套利的种种弊端，但并不表示反向套利就一概不可以做，实际上，大豆809和901的反向套利投资者笑到了最后，而一些客户最近在螺纹钢期货上的反向跨期套利（图47）也是笑翻了。

另外，这里再介绍一种在反向市场的牟利方法：反向期现套利。反向期现套利必须具备一定的条件：一类是具有存货的现货商，以高价卖出现货的同时买入期货合约，在期货合约到期交割后补库，等于是在最终不影响库存的前提下既降低了库存费，又赚到了一笔差价；另一类是可以借到商品现货的交易者，在付出一笔借货费后，将货物在现货市场以高价卖出，同时以低价买入期货合约，到期时进行买入交割并以此货物归还出借方。

第四节　套利方案设计

一般的期货分析报告，应避免数据图表的简单堆砌，对过去和现在影响行情的因素，按重要程度进行排序，抓住主要影响因素，并进行有侧重点的分析，对未来提供合理的预测。对相反观点或重要不确定因素要挑选并加以分析，提醒投资者注意。报告展示要有规范、统一的格式，充足的数据基础，美观大方的图表，严密的逻辑结构。综合运用基本面和技术面等分析方法，通过对过去行情发展的总结，发现价格运行的规律，审慎、客观地研判和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 47 螺纹钢反向套利的胜例

预测行情,并力求完整和准确。

套利方案作为期货分析报告的一种,在符合上述要求的同时,具体的设计各具特色,但是内容应包括:综合运用图表分析法(价差图和概率分布)和因素分析法对价差形成的原因,套利的可行性进行详细分析(参考本书中的天胶、玉米等套利方案),形成交易策略,对资金占用、预期利润和潜在风险进行评估,并做出预案。要点如下:

1)套利原理概述;

2)价差及形成原因的分析;

3)各种费用测算;

4)资金量、收益率预估与评价;

5)风险提示与防范(保证金、增值税、交割);

6)其它注意事项。

下文是我发表于《期货日报》的"天然橡胶套利的基本策略",实际是一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个跨期和期现套利方案设计的模板。

附文4 天然橡胶套利的基本策略

提要：由于自身特点，天然橡胶的期货交易的投机气氛一直较浓。这为套利交易者提供了良机。本文通过天然橡胶正向跨月套利、期现套利以及跨市套利的基本分析，给出商品期货套利的基本分析模式。在此基础上可以扩展成为各种更具灵活的套利策略。

一、正向跨月（通常称之为无风险套利）套利

假设卖出的远期合约价格为F，买入的近期合约价格为S，X = F - S。天胶跨月（假设1个月）套利涉及交割的具体费用如表24：

仓储费 = 0.8 元/吨/天 × 30 天 = 24 元/吨；
交易手续费 = 4 元/吨；
交割手续费 = 4 元/吨；
增值税 = X × 13%/1.13 = 0.115X（13% 的增值税率是对国产胶而言，对进口胶增值税率为 17%）；
过户费 10 元/吨；
资金利息 = 6‰ × 20 000 元/吨 = 120 元/吨（20 000 元/吨的价格，月息千分之六为假设）；
假如 X 按 400 元/吨计算，则套利总费用为：400 × 0.13/1.13 + 24 + 4 × 2 + 4 × 2 + 10 × 2 + 120 = 226 元/吨。

跨月套利值得注意的几点：

1. 上述226元/吨费用可以作为跨月套利的盈亏平衡点，在X按400元/吨计算时，月收益率为（400 - 226）/20 000 = 0.87%。上述收益率是在考虑交割的情形下取得的，可以说是最小的收益率。因为一旦出现有利的价差变化情形，可以将占用的保证金全部通过平仓释放，收益率自然可以明显增加。

2. 注意，上海期货交易所关于橡胶交割有效期的规定：A. 国产一级标准胶在库交割的有效期限为生产年份的第二年年底，超过期限的转作现货。当年生产的国产一级标准胶如果用于实物交割，最迟应在第二年的6月份以前入库完毕，超过期限不得用于交割。B. 进口3号烟片胶在库交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

割的有效期限为商检证签发之日起 18 个月，超过期限的转作现货。用于实物交割的 3 号烟片胶须在商检证签发之日起 6 个月内进库，否则不得用于交割。C. 在库天然橡胶的商检证、质检证（或检测／鉴定报告）自签发之日起 90 天内有效。期满后，其相应的商品须重新检验合格后方可用于下次交割。

3. 顺畅高效的资金周转。涉及实物交割，买方在进入交割月后资金需求逐步增加，直至交割日提交全部货款，对短期资金的需求较大。在进入交割月之前，通常只需较少的保证金，但是特殊情形下要防止不利的价差变化，因此确保短期资金周转灵活，非常重要。

4. 期货公司的高效协作。选择规范、高效尤其是有成熟套利操作经验的期货公司，使具体操作流程便捷顺畅，能更好地把握套利机会，并防范操作中可能出现的意外。

5. 需要控制好头寸数量，防范流动性风险。

6. 增值税风险的防范。根据我国税务法规，期货交割中计税价格依据为期货最后交易日的结算价，而不是期货交易时的成交价格，这样给增值税数额带来不确定性。

以下是规避增值税风险的一种策略安排。由于增值税一项的计算公式为：0.115X。具体交易策略如下：

A. 开始建仓时，按照套利数量，少建立（或建仓后，遇到价格稳步上扬，就平仓）11.5% 的远月合约空头头寸。

B. 在远月合约的最后交易日临近收盘时，补足 11.5% 的空头头寸，并于交割日足额交割所卖出的货物。

上述策略对增值税风险规避的结果如下：当价格上涨时，在高价补足的空头头寸正好弥补多缴的增值税；当价格下跌时，在低价补足的空头头寸正好充抵少缴的增值税。当价格下跌到进价之后，是否补足 11.5% 的空头头寸，还可根据具体价格以及企业内部的现货贸易增值税情况而定。总之，此时可以消化企业的增值税压力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

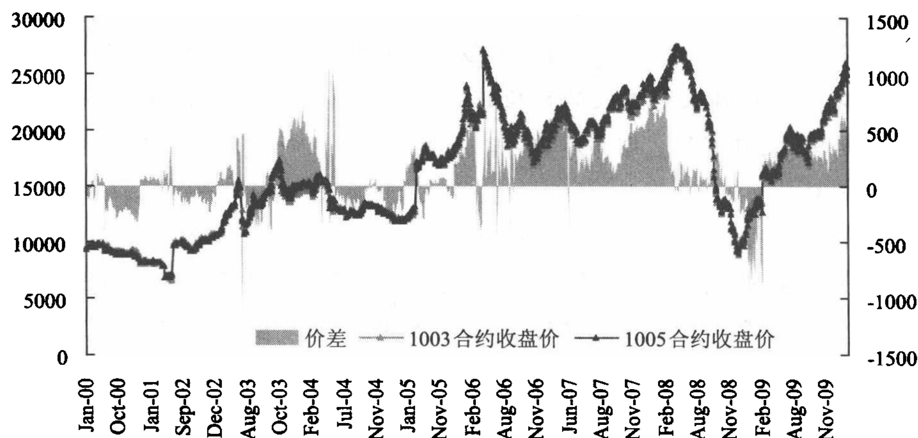


图 48　沪胶合约价差分析

数据来源：博易大师，宏源期货研究中心

二、天然胶期现套利

在实际操作中，还有比较常用的期货市场与现货市场之间的"期现套利"。

表 25　　海南天然胶期现套利的费用

项目	费用	备注
物流代理手续费	100－120 元/吨	理货、验货、代办费等
运输费	160 元/吨	从海口码头到上海码头（龙吴港）
拖卡费	25 元/吨	从上海码头（龙吴港）到上交所指定仓库（长桥仓库或期晟仓库）
掏箱费	10 元/吨	集装箱
入库费	15 元/吨	
商检费	18 元/吨	以 100 吨为单位，收取 1 500 元（另加 20% 的代理服务费）
仓储费	12 元/吨	一般 15 天注册上交所仓单，每天收 0.8 元/吨，15 天共收 12 元/吨
合计	360 元/吨	从海南将天然橡胶运送到上海并制成仓单时间约 25 天

注意上述费用只是某个时段的情况，需要随时关注可能的变化。

期现套利费用测算说明。我们已经计算，从天胶产地海南接货，到上海期交所交割的费用。又由于上海期交所在海口市等地设有异地交割库，这样方便从产地海南购入现货，然后转抛到交割库里。就近交割，可以省去运输费 160 元/吨，但是要考虑异地贴水：海南 210 元/吨（云南 280 元/吨）。因此将海南产区现货胶运输至沪胶期市实物交割仓库的标准仓单注册成本为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

410 元/吨，而将云南产区现货胶源运输至沪胶期市交割仓库的标准仓单注册成本为 480 元/吨。理论上，沪胶交割月合约期价应分别维持对琼滇产区胶市现货胶价幅度为 410 元/吨、480 元/吨的升水格局。

期现套利的注意事项：1. 必须有良好的现货渠道，确保能在短短 2－3 个月内收购到足量的符合交割品质的现货。2. 期货市场的建仓头寸必须与现货量基本一致，超量部分成为投机盘。3. 注册风险。目前，上海期交所最新公布的交割库的库容为 15 万吨，若库容或质量问题，现货可能因不能注册成仓单而无法交割，从而直接导致套利失败。

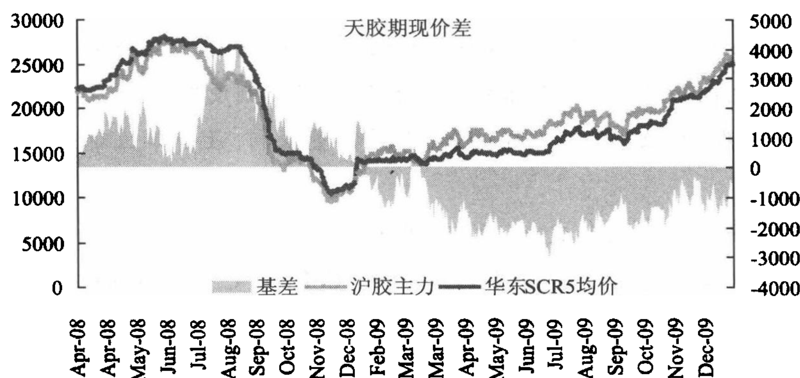


图 49 天胶期现价差

数据来源：易贸，宏源期货研究中心

为了进一步加深对跨市套利的理解，这里很高兴地给大家介绍作者与房山海先生合作的参加大连商品交易所征文大赛的获奖作品（有删减）：

附文 5 DCE 与 JCSE 玉米跨市套利

近年来，由于期价的频繁巨幅波动，给交易者的资金权益带来很大的波动。而套利交易以其独特的优势保持了较好的稳定性和较强的赢利能力，在国际上市场被投资基金等机构投资者广泛使用。但由于国内与国外在交易规则、货币政策、产业政策等方面有较大的差别和不确定性，给跨市（国）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

套利带来较大的风险和不便，本文所探讨的是基于国内（远期合同和期货合约）市场间的跨市套利，相对而言，具有较好的稳定性和可操作性。

一、可行性分析

通过对大连商品交易所（以下简称 DCE）和吉林玉米中心批发市场（以下简称 JCSE）两个市场玉米品种的对比分析，得出结论：

1. DCE 和 JCSE 交易标的物标准品完全一致，从合约与合同的对照中可以看出：JCSE 以“C”为标识的玉米电子交易合同的标的物和 DCE 期货合约交割的标准品所有的品质指标完全一致（引用的国家标准一样），替代品的容重、水分、杂质等指标都相同，替代品唯一不同的是 DCE 在生霉粒指标方面有所放松（即大于 2.0% 且不小于 4.0% 也可以交割，但贴水增加 20 元为 50 元）。也就是说，在 JCSE 采购的玉米在 DCE 交割没有问题。

2. 交易（交收）单位一样；无最小交割量限制，最小单位都是 1 手，即 10 吨。

3. 两个市场最近的交割（收）时间相差一个月，DCE 的合约的交割期是单月的第十二个交易日，差不多就是月中，JCSE 以“C”为标识的玉米电子交易合同是双月的 15 日，也就是说在任何一个市场完成交割到另外一个市场注册仓单，时间上应该都来得及，而 JCSE 在大连地区有 12 个仓库，在营口地区有 5 个仓库，更为交割（收）提供了便利。

4. 两个市场对交割（收）总量都没有限制，单个月份的成交总量两个市场很接近。JCSE 以“C”为标识的玉米电子交易合同，8 月合同从 3 月 25 日起日成交量成倍放大（从每日单边 2 万批，到 4 月 14 日单边 7.9 万余批，相当于双边达 15.8 万批，1 批为 10 吨），目前主力月份合同每天成交量维持在单边 4 到 5 万批，这为大资金进出市场提供了方便。

二、操作模式分析

1. 实物收售操作

我们将从 JCSE 购货到 DCE 交货称为正向操作，反之，则为反向操作。由于 JCSE 是以长春为基准价，而 DCE 是以大连为基准价，两个市场存在地区价差，根据 JCSE 市场交割规定，大连与长春地区价差 60 元。一般情况下，DCE 的价格高出 JCSE 的“C”为标识的玉米电子交易合同 100 到 115 元为正常值，因为从出库到入库的成本平均在 40 元左右，还要加上少量的交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费用。初步测算只要相邻两个月价差超过 120 点时(即大连市场高出吉林市场),可以跨市套利。具体费用测算:吉林市场的大连仓库的汽车出库费每吨 4.6 元;交割费 1 元;仓储费吉林半月 2.3 元;损耗费一月 1.2 元,合计 4.6 +1 +2.3 +1.2 =9.1。大连市场汽车入库费每吨 3 元;检验费 3 元;交割费 1 元;短途运费 15 元;仓储费大连半月为 9 元,合计 3 +3 +1 +15 +9 =31。换仓单成本每吨在 40 元左右,即价差在 115 到 120 元时,在吉林市场购货到大连市场交割能基本保本。价差在 120 元以上时,有利可图(九月以后可以进行散装交割,无须包装物及包装费用)。如果 DCE 和 JCSE 价差在 120 元以上,可考虑正向套利,即在 JCSE 买货,在 DCE 抛售。

2. 利用价差变化进行套利

虽然两个市场的价格虽然都受玉米供需关系的影响,但是由于两个市场的基本功能不一样,参与者的构成不同,对同一事件的反应会因为参与者的心理影响而有先有后,两个市场的价格变化也并非完全一致,两个市场的价差存在变化,即一个市场可能会对事件的影响反应过度,而另外一个市场可能反应不足。经过近一年时间的观察,吉林玉米和大连玉米两个相邻月份价差在不断的变化。变化值在 60 到 130 元左右。这为在两个市场利用价差套利提供了很好的机会。在价差相对大时做正向操作,当价差缩小后,两个市场同时转让合约(合同),可能一个市场赚的比另外一个市场亏的多,也可能两个市场都赚。例如 2005 年 3 月 29 日吉林玉米 8 月合同价 1230,大连玉米 9 月合约价格 1350,价差 120 点,以 4 月 13 日两市收盘价计算,两市价差 82 点(大连玉米 1328,吉林玉米 1246),4 月 14 日吉林最高价达 1260,大连最低价 1317,两市瞬间最大价差为 57,价差缩小 63 点。

如果两个市场价差在 70 元以下时,可以考虑反向操作,即买进大连玉米合约,卖出吉林玉米合同,当价差回到合理水平 90 到 110 时,两边同时转让,获取价差收益。当然和所有的反向套利一样,这有一定的风险(因不具有实际交收的可行性)。

三、案例分析

某机构投资者,通过一段时间的观察,发现吉林市场优质玉米合同与大连市场玉米合约之间价格差在不断变化,而且从 3 月 25 日起吉林玉米日成交量成倍放大(从每日单边 2 万批,到 3 万,4 万批……)。成交量的放大,为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机构资金进出市场提供了方便，该机构投资者在寻求最佳投资时机。

2005年3月29日，该机构在1230买吉林玉米8月合同，1 000批，每批定金800元，用资金80万，同时在1350卖大连玉米9月合约，1 000手，用去保证金67.5万。锁定价差120点，到2005年4月13日，该机构投资者以两个市场收盘价平仓，价差82点（大连玉米1328，吉林玉米1246），获利120－82＝38点/每吨，获毛利38万，除去吉林交易服务费8 000元，大连交易手续费6 000元，利润36.6万，利润率36.6/147.5＝24.8%，时间半个月。

分析：该机构投资者，能利用两个市场的价格差进行套利，应该讲是一个比较实用的投资方法。由于购得吉林玉米中心批发市场优质玉米（C字头的玉米合同）在大连期货市场交割没有任何障碍，这为套利的实现提供了可靠的保证。万一价差不缩小，从吉林购得玉米到大连交割也是可以实现的，只要价格差大于支付地区差（60）和双边出入库的费用（这个费用按上文测算在40元左右）。在现阶段，如果大连和吉林价格差大于120点，在吉林买入优质玉米合同，在大连卖出相邻月份的玉米合约，风险应该较小。

注意，如果上升（或下降）趋势确立，两个市场价格会同时上涨或下跌，锁定价差无利可图。在两个市场行情上升（或下降）一段时间后，基本面没有大的变化的情况下，采用这种跨市套利的方法较适宜。在两个市场的玉米价格在一定区间震荡之时，投资者可以在吉林买入玉米合同，同时在大连卖出邻近月的玉米合约，锁定价差（要在120点以上，越大越好），当价差缩小时，两市同时转让（平仓），获取价差变化收益。以上分析基于市场现行的交易、交割规则，投资者具体操作时，还须根据市场规则的变化及时做出相应调整。

附文6 特定市场环境下的交易策略

由于国际重要商品（比如铜和原油）价格都处于相对高位，更由于世界经济和货币（美元、人民币）走势的不确定性，给未来价格的预测带来较大的难度。当前情况下，投资者特别是基金积极探索较为稳健的交易策略，套利是人们议论最多的话题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拿精铜市场来说,针对近期合约与远期合约的逆价差这一现象,有两种截然不同的分析结论:有人认为是牛市特征,有人认为是熊市征兆。铜的逆价差由来已久(有关数据显示,2004 年 4 月 2 日沪铜 0406 合约相对于 0407 合约还是前低后高的顺价差,伴随着 4 月中下旬宏观调控的那次大幅下跌,到 5 月 10 日已是如此这般的逆价差),人们似乎已习以为常。

表面来看,这是多头的一个策略,利用现货市场的供应紧张,不断轮番在近期合约“挤空”,且利用远期合约的巨幅贴水,再次获得一个低价进场的机会,周而复始,屡试不爽! 空头看起来有些傻乎,不仅输了时间而且输了空间(每次挪仓都要贴水,且绝对价格也从 25 000 元/吨以下,不知不觉地爬升至 30 000 元/吨附近)。实际上,伦敦市场也是一个逆价差市场,虽然一年多的走势证明这种逆价差的分布没有多少道理,或者干脆像一些人说的,市场走势根本就是错误的。

市场走势的对错争论,对于投资者来说可能毫无意义,他们所关心的是如何从市场挣到钱。小幅攀升,慢涨快跌,近高远低,是一年多来铜市运行的总特征。问题是如何在这样的市场环境下,赚到钱? 战略抛空者所受到的市场教训已是有目共睹,跨市套利者也屡屡被攻,即便是一心一意的多头,如果把握不好节奏,同样也会面临挫折。难道就没有一套让投资者稍微踏实一些的交易策略?

当然有,可在当前的市场环境下,再在远月逢低吸纳,风险报酬比是否还值得? 毕竟铜价在达到每吨 3 000 美元以上已经运行了一年多,油价的迭创新高也对经济造成了影响。

买近抛远,正向套利。具体地说,在远期合约间价差不明显的时候入场,待到临近交割,近期现货升水明显,价差扩大时获利出场,此不失为一个精明的策略! 它免去了忍受投机力量(基金)短期巨幅震荡的折磨,也不因突然的政策变动(如汇改或加息)而惊慌! 只要未来经济走势相对不看好(经济增长率放缓),或者对于未来相关商品供求关系改善的预期,或者对于货币(美元及人民币)走强的担忧。但由于这种套利实质还是买高卖低,并不具有交割操作的价值,因而也面临如下的一些风险,如投机力量在远期合约的过度介入,突然的矿厂事故,或者美元的持续贬值等,尽管这些可能性短期看并不大!

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种套利效应在沪铜上已经表现得相当明显，各合约间逆价差放大到1 000点，已经无利可图了（只是一些超远期合约间尚存一些微小的空间）。让我们把视角转向沪燃油市场，在当前情况下，在一个合约即将进入现货月合约之前的一段时间内，择机买入该合约同时卖出相同数量的下个月的期货合约都会有利可图！

这种机会也不是经常有的。比如在今年2月份，买入一定数量的4月合约同时卖出相同数量的5月合约，在4月合约进入现货月之前平仓了结，其收益是负的。然而，随后的统计数据显示：只要在某合约成为现货月前的第八个交易日按收盘价买进该合约，同时卖出相同数量的下个月的合约，在该合约成为现货合约前的最后一个交易日全部平仓出局，每吨可获得的价差分别为60元（买5月卖6月，持仓6个交易日可达最大收益116元）、70元（买6月卖7月，持仓4个交易日可达最大收益89元）、148元（买7月卖8月，持仓8个交易日可达最大收益148元），可见这种操作方式连续三个月都是成功的。

针对上述现象，有人作以下的分析：在2月中下旬时，现货价和期货价正处于上升初期，牛市特征明显。这时市场呈现出近期合约价格低、远期合约价格高的正向特征，并且由于人们预期价格会进一步上涨，远期合约的上涨幅度很可能大于近期合约的上涨幅度，这时正向套利操作的风险较大，适合反向套利操作。而从4月中旬以后到现在，现货价一直居高不下，美国WTI原油冲高回落，人们预期现货价将随着原油及新加坡燃料油价格的回落而下跌，远期合约将走弱。在远期合约逐渐变为近期合约的过程中，其价格将逐渐与现货价接轨，从而使得买近卖远的跨期套利变得有利可图。

上述的分析有待推敲和行情的进一步验证。比如，现在的沪燃油市场，期货价确实比现货价低，而且这种逆价差较为明显。但是纽约原油期货价格还是顺价差，当然这有品种差异的问题，还有市场状况特别是货币问题。

好，有意义的问题是：现在沪燃油FU07比FU08高出很多，可FU08比FU09高出仅20点，这其中是否有机会呢？

顺便说一句，农产品的季节性特点以及其对于经济或汇率不甚敏感，还有一些缺乏流动性的品种，类似的交易策略可能难以奏效。

《中国证券报》2005－06－14，作者探讨在反向市场的交易策略。当然，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在中国金融期货交易所成立之后，关于套利人们研究和谈论最多的还是股指期货套利。

附文 7 股指期货的几种套利研究

1. 期现套利

股指期货以沪深300为标的物，根据国际经验，随着到期日的临近，股指期货指数也将会回归于现货指数，长期来看，期现价差将会在一定的范围内波动。当市场中出现股指期货指数和现货指数的价差超过正常波动区间时，就出现套利机会。股指期货与现货指数的套利是目前机构重点关注的交易方式，尤其是在市场初期，市场处于波动较大的时期，将为有准备的投资者提供较多的投资机会。

由于现在缺少沪深300的现货指数交易品种，如果在进行套利时，完全复制沪深300的现货，那么买卖手续费、冲击成本和交易便利性都难以达到要求。在进行期现套利时，必须有其它标的物作为现货载体。由于样本指数的差异和板块的轮动效应，使得现货载体容易出现跟踪误差。替代指数与沪深300期货指数的价差主要有两部分组成：一是替代指数与沪深300现货指数的跟踪误差；二是沪深300现货指数与期货指数的价差。

对于替代指数的选取，目前有多种方案，归纳起来主要有三种：

(1)以ETF基金拟合现货替代指数

与普通的指数基金相比，ETF具有以下优点：首先，ETF基金相对于LOF，具有交易成本低、交易方便，交易效率高等特点。其次，ETF采用完全被动的指数化投资策略，管理费较低，操作透明度较高，可以让投资者以较低的成本投资于一篮子标的指数成分股。目前尚未推出以沪深300指数为标的的ETF指数基金，需要多只ETF组合来拟合沪深300指数。下面让我们看下几只ETF基金与沪深300的相关性。(时间范围:2009年)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 26 价格相关性分析

沪深 300	100ETF	180ETF	50ETF
100ETF	1		
180ETF	0.9707	1	
50ETF	0.9196	0.9667	1
沪深 300	0.9867	0.9845	0.9567

表 27 收益率相关性分析

沪深 300	100ETF	180ETF	50ETF
100ETF	1		
180ETF	0.9019	1	
50ETF	0.8949	0.864	1
沪深 300	0.9596	0.918	0.9126

从以上两个表中可以看出，几只 ETF 与沪深 300 指数表现出较强的相关性。拟合目标：用 ETF 基金构造投资组合，使得投资组合与沪深 300 指数的误差最小。即：通过调整不同 ETF 基金的权重，使得平均跟踪误差函数 $ATE = \frac{1}{T}\sqrt{\sum_{j=1}^{T}[R_{I,t} - \sum_{i=1}^{n} w_i \cdot R_{i,t}]^2}$ 的值最小。其中，$R_{I,t}$ 表示沪深 300 指数的日对数收益率，$R_{i,t}$ 表示不同 ETF 的日对数收益率。T 为测试时间。

由于 ETF 成分股对于沪深 300 成分股的覆盖具有片面性和不完整性，再加上板块的轮动效应，容易使替代指数出现较大的跟踪误差。我们可以通过优化设计，建立三种指数的混合指数模型，其成分股对于沪深 300 的成分股有着较大的覆盖面，趋于完整，而且也能联动沪深 300 成分股的轮动性，有效地减小跟踪误差，通过优化模型，发现 ETF 混合指数是最为有利的期货套利现货指数。因此，在进行股指期货现货套利时运用优化混合指数最为适宜，其中深证 100ETF、上证 180ETF、上证 50ETF 的比重分别为 38.07%、41.09%、20.84%。或者 75% 的 180ETF 加 25% 的深证 100ETF。

在此混合 ETF 模型下，跟踪误差基本上可以控制在 ±0.01 以内，较好地克服了样本指数的差异和板块轮动效应。目前，三个 ETF 的每日交易量长期徘徊在 30 亿左右，对于大量的机构参与者来说，这样的现货市场容量很难满足套利需求（注：自 4 月 16 日始 180 和 100ETF 交易量陡然放大好几倍）。

目前香港已经推出 300ETF，标智沪深 300ETF（02827 – HK）、安硕沪深

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

300A 股指数 ETF(02846 - HK)及 DBX 沪深 300 指数 ETF(03049 - HK)，这对于股指期货的套利无疑是一个喜讯。期待国内尽快推出 300ETF。

(2) 以沪深 300 成分股为样本，选取其中一定数量的成分股建立现货替代指数

成分股的选取范围一般限定在 30 至 50 个。通过选取部分沪深 300 成分股建立替代指数的思想主要来源于被动指数基金的建立方式，被动指数基金的建立方式多种多样，主要包括以下五种方式：最大市值占比法、最大相关系数法、行业分层抽样法、聚类分层抽样法、遗传算法。通过这些方式可以建立五种替代指数，对指数进行二次规划，并通过夏普比例、詹森比例、贝塔系数、特雷诺指数等评价指标，综合选择最佳的替代指数建立方式。

按照此种模式建立的替代指数，能最大尺度地减弱跟踪误差，交易量也不会存在障碍。在选取 30 个成分股建立替代指数的条件下，二次规划后其跟踪误差将会在 0.0037 以下，其中通过遗传算法建立的替代指数的跟踪误差最低达到了 0.001786，远远低于混合 ETF 的跟踪误差。但是，具体实践中会有许多小概率事件发生，比如，个股涨停或停牌，无法快速计算和下单等，由此可见，通过选取沪深 300 部分成分股建立的替代指数，是替代指数的较好方案，但需要借助程式化交易，并关注小概率事件。

(3) 使用封闭式基金拟合现货替代指数

股指期货和封闭式基金套利是指利用封闭式基金随着到期日的临近，折价率逐渐走低，到期时价格回归价值的现象，买入高折价率的封闭式基金同时卖空股指期货，以此在较低风险的情况下，套取折价带来的投资收益。而折价率的大小，这是决定套利收益率的首要指标。随着股指期货的推出，封闭式基金的高折价现象也将会逐步消失，所以我们在预期股指期货推出前可积极介入高折价率封闭式基金。选择合适的封闭式基金进行套利应注意如下几点：

①选择与沪深 300 指数相关性高的基金，相关系数越高，越能有效地对冲系统风险，根据 Wind 数据显示，目前已有的 27 只封闭式基金净值与沪深 300 指数序列相关系数接近 1，属于高度相关。

②选择 α 值高的基金，较高的 α 值意味着通过基金套利不仅能获得一定的折价收益还能获得较高的超额收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

③选择年化折价率较高的基金，年化折价率越高意味着在实现风险对冲之后，投资者通过基金套利可获得的无风险收益就越高。

④选择到期年限短的封基，封基的封闭期与风险成正比，封闭时间越长，风险越大，套利的准确性越低。

可以预见，股指期货的推出，将大大刺激封闭基金的折价率降低，同时封闭基金会进一步凸现其投资价值。

2. 跨期套利

期现套利由于现货指数的缺少，即使替代指数能够较好地达到代替作用，但是由于存在跟踪误差，难免会影响期现套利的效果。而跨期套利是股指期货品种间的套利，不会出现期现套利那么多障碍，就其交易的便利性而言，跨期套利将成为投资者的重要投资工具。在股指期货推出初期，由于市场的不完整性、不理性、缺少成熟的认识，合约间的价差必然会处于非正常区间，这就为跨期套利提供了难得的机遇。

在商品期货的跨期套利过程中，由于采用实物交割，投资者可以采取以有利价差开仓并持有到期的方法来锁定收益。但在股指期货跨期套利的操作中，由于采用现金交割，缺乏内在纠偏机制，投资者面临即使在有利价差开仓套利的前提下，仍无法获利的风险。因此，在股指期货的跨期套利中，投资者一定要有止损意识，不能照搬商品期货套利的操作观念。

3. 跨市套利

新加坡交易所推出以沪深市场最大的50个股票为标的物的A50股指期货，该交易所抢先一步推出中国股指期货品种，设想能获得以前抢先推出日经225合约一样的成功(1986年新加坡交易所推出了日经225指数期货，而日本的大阪交易所直到1988年才推出该产品)。

从实际运行情况看，A50指数未能获得很好的效果，交易量很清淡。A50指数标的物是以沪深市场中总市值最大的50个股票为成分股，而沪深300则基本覆盖了A50指数的所有成分股。据测算，A50指数与沪深300指数的相关性高达96%，中国股指期货推出后，假如能激活A50指数期货，将为沪深300股指期货与A50股指期货的跨市套利创造了机会。

4. 派息套利

根据沪深300指数的编制原则，当成分股进行派息时，指数不进行人为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

调整，任其自然回落。沪深300全收益指数2010年4月8日收盘3 500.73而HS300指数3 346.74。通过对沪深300指数成分股分红派息的历史数据统计，发现成分股的派息存在月度集中现象。最近三年分红金额上，5月、6月和7月的个股分红最多，这将为我们实施派息套利机会。

5. 到期日套利

在实际的运用中，股指期货合约交割日临近收盘时，交易价格有可能偏离交割结算价，这样就产生了套利的机会。

简要地说，如果股指期货合约价格远低于交割结算价时，则投资者可以买进股指期货合约；相反如果股指期货合约价格远高于交割结算价，则投资者可以卖出股指期货合约。

2009－1－25作者编辑整理。但是诸多套利方案在当时都因为股指期货的姗姗来迟而烟消云散，利用封闭式基金进行套利一时间成为时尚。一些研究者往往因为简单的拟合优度不高而轻易否定这一方案的可行性。其实，拟合误差，并不一定就是损失，有可能是正收益，多次的拟合误差还有可能相互抵消。

作者是最早利用封闭式基金进行套利的研究和倡导者之一，一直执著跟踪，将其运用于实践，分享了基金久富、基金安久，基金兴华、基金通乾、基金景福等基金的巨大收益。下文节选部分精华。

附文8　封基与股指期货套利解决方案

前言：根据股指期货定价理论，一般的股指期货套利模型停留在“买股票现货组合、抛指数”或“买近期指数、抛远期指数”的俗套中。根据套利研究小组长期以来对于封闭式基金的跟踪、研究后发现，通过“买封基组合、卖期货指数”（或“买封基组合、卖通过融券获得的对应股票”）的方法，在承担极低风险（可以认为是无风险）的情况下，最近一两年内，有望获得30%左右的稳定年收益！由于在方案设计的过程中涉及与传统的套利模型的比较，为什么要选择封闭式基金的组合，如何选择封闭式基金的组合，选择什么期限的股票指数期货合约，选择多少数量的股票期货合约，方案设计的原则性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和具体操作的灵活性，预期收益及构成如何等诸多具体问题。又由于融资融券和股指期货的推出，这一研究成果具有良好的可操作型。股指期货套利研究小组希望通过对上述问题展开的探讨，与各类投资机构展开交流与合作。

如何选择封闭式基金的组合？

A. 买基金当然要买好基金。

目前各种基金业绩排名也是层出不穷。晨星、理柏、银河、价值等不同机构都制定基金的排行榜，投资人面对每年、每半年、每季度、每月甚至每周都有的基金排名表，显得眼花缭乱。笔者这里提出，从四个角度来看待基金业绩排名，或许可以得出一个比较可靠的结论。

第一，看整体表现。单个基金业绩的涨跌有很多偶然因素，而只要其中一个因素发生重大变化，不可避免导致业绩起伏。但一家基金管理公司所有的基金如果表现出较强的协同性和一致性，就说明这家公司整体的投资研究水平较高，管理机制和决策流程相对完善，其业绩就具备可复制性和稳定性，不会因为偶然因素造成业绩太大波动。

第二，看长期表现。比如连续三年保持五星评级。笔者认为，一个基金在 3 年或 5 年的时间内始终维持高收益、低风险，这才算得上是真正的好基金。最早的国内基金业绩排名只有一年期一个级别，目前增加了二年期、三年期等级别，基金业绩能否长时间维系，已经成为评价该基金的重要参考。

第三，看风险调整后的基金收益水平。国内有一些排名靠前的基金，其风险指标（比如 β 系数）也很高，如果按风险调整后的收益来做比较，排名就会发生变化。对投资者来说，高收益、低风险是最好的选择。有时候，风险控制的重要程度也许比获得高收益更加重要。因此，风险调整后的收益是投资者应该更加重视的指标。

研究小组根据部分基金近一年来（2005 年 8 月 12 日 – 2006 年 8 月 18 日）的净值表现数据与沪深 300 对比后的夏普指数排名（表 28）：

基金简称	考察期内总收益率	收益率标准差	sharp 指数	排序	沪深 300 指数
普润	48.08%	0.0264	0.0505	9	期初
科翔	44.73%	0.0308	0.0322	10	938.32

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

基金简称	考察期内总收益率	收益率标准差	sharp 指数	排序	沪深 300 指数
久嘉	44.68%	0.0297	0.0320	11	期末
兴科	44.55%	0.0290	0.0314	12	1267.87
兴安	44.27%	0.0278	0.0303	13	收益率
汉鼎	44.24%	0.0297	0.0302	14	0.351212806
融鑫	43.35%	0.0276	0.0257	15	
金泰	43.32%	0.0269	0.0256	16	
同益	42.81%	0.0218	0.0235	17	
开元	41.56%	0.0333	0.0184	18	

数据来源:评估中心

第四,看有无短期的投机套利机会。比如,分红、"提前封转开"、大盘强势等等。有经验的投机者,时常留意基金季报披露的股票投资组合,特别是基金投资组合的结构和风格的调整,跟踪市场热点进行的套利交易等。

B. 同样是业绩表现优良的好基金,投资人显然愿意购买更便宜的基金。

这就是"价值投资"经常所提到的价格与价值匹配的原则。基金是否便宜是通过其价格相对于净值的折价来比较的。比如净值 1 元的基金,如果价格是 0.5 元,就是折价 50%;如果价格是 0.6 元,就叫折价率为 40%。但是否折价率越高,其基金的投资价值就越高呢?表面上是这样,但是由于市场普遍预期"到期转型",因此对于基金投资价值的衡量就不能不考虑基金的剩余存续期了。这样,利用折价带来的"隐含年化收益率"被市场推崇为基金内在价值衡量的科学指标。

当然,在注意价格与价值匹配的原则时,我们还应该注意由于股指期货和融资融券的推出,可能加速套利资金的进入,更可能首先加速高折价基金的价格向净值靠拢。这样高折价基金短时间的投机价值就凸现出来。同样的道理,分红也会带来高折价基金短时间的投机收益。这些都有利于缩短我们套利的预定时间,使得短期的实际收益率比预定的年收益高。有关影响的程度在方案第七部分已有详细讨论。下面是研究小组提供的部分基金 2006 年 9 月 8 日的折价率和隐含的年化收益率数据(表 29):

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金简称	收盘价	净值	隐含收益率	剩余年限	隐含年化收益率	排名
普华	0.978	1.1673	19.36%	0.7194	26.90%	1
通宝	1.106	1.3139	18.80%	0.7250	25.93%	2
裕元	1.15	1.3649	18.69%	0.7278	25.68%	3
安瑞	1.147	1.3322	16.15%	0.6389	25.27%	4
普润	1.273	1.4822	16.43%	0.6667	24.65%	5

数据来源：评估中心

以上已经完整地介绍了至少两种衡量基金价值的方法（或角度），但是在实际判断时，往往还是难以综合地加以权衡。这里介绍一种对于上述判断标准的综合方法，即单个基金超越沪深300指数的年百分比加上它的隐含年化收益率可以作为其下一年度套利收益率的期望值，以此来加以综合衡量。当然值得说明的是，这里的超越指数的收益率没有考虑到风险调整的因素，而隐含的年化收益率又没有考虑资金的时间价值，即计算复利等。因此也只能作为一种量化衡量的工具而已。当然对于上述综合指标的调整还可以做一些深入的探索，但是它对操作的实际指导意义可能不大……

综合决断

中国封闭式基金隐含着巨大的投资价值，根据隐含年化收益率15%，加优秀基金组合每年超越指数约10%的增长，再加上10% -20%的分红、“提前封转开”，套利效应，以及操作灵活性等带来的收益。“买封基、卖指数”的方法，就可以做到在最近几年基本不承担指数下挫风险的前提下获得大约30%左右的年纯收益率。

表30　实际跟踪53只基金中的前20名套利排名的表格（06年9月29日）

基金简称	年化收益率	高于沪深300指数的收益率	综合指标	指标排名	剩余年限
久富184720	24.79205%	22.01681%	46.80887%	1	半年
普润500019	28.38541%	14.88742%	43.27283%	2	半年
汉博500035	28.15323%	14.42154%	42.57477%	3	半年
普华184711	29.15517%	13.10552%	42.26069%	4	半年
安久184709	24.46168%	15.46022%	39.92191%	5	1年
通宝184738	29.27711%	4.26527%	33.54238%	6	半年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

基金简称	年化收益率	高于沪深 300 指数的收益率	综合指标	指标排名	剩余年限
兴科 184708	26.84432%	6.61904%	33.46336%	7	半年
安瑞 500013	29.39182%	3.10082%	32.49264%	8	半年
兴华 500008	8.83462%	23.33920%	32.17382%	9	6 年半
融鑫 184719	17.43814%	12.36246%	29.80060%	10	1 年

数据来源：评估中心

基金组合决策

与上次结果相比较，基金金鼎，天华，金泰排名比较靠后，融鑫，景阳各指标均衡且综合指标排名靠前。考虑到各基金的剩余年限，剔除基金金鼎，以基金融鑫代替……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

| 第七章 |

CTA 的顾问服务

本章主要讲解套期保值的理论及争论，套期保值的策略、经验、教训和套期保值方案的设计。讲述商品交易顾问为产业客户提供高质量的顾问服务的实践。

在人生的路上，有一条路每个人非走不可，那就是年轻时的弯路，不碰壁，不摔跟头，不碰个头破血流，怎能炼出钢筋铁骨，怎能长大呢？

——张爱玲《非走不可的弯路》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一节 套期保值的理论

一、套期保值的概念与原理

所谓套期保值，是指为回避现货市场价格波动的风险为目的，同时在期货市场和现货市场进行交易方向相反的交易，使一个市场的盈利弥补另一个市场的亏损。其基本经济原理在于，同种商品（或金融产品）的期货与现货价格在同一时空内受相同的经济因素影响和制约，一般情况下两个市场的价格变动趋势相同。现货与期货市场价格随期货合约到期日的临近，两者趋于一致。

二、套期保值的分类

套期保值有两种形式，即买入套期保值和卖出套期保值。两者是以套期保值者在期货市场上买卖的方向来区分的。

三、套期保值交易须遵循的原则

（1）交易方向相反原则：交易方向相反原则是指先根据交易者在现货市场所持头寸的情况，相应地通过买进或卖出期货合约来设定一个相反的头寸，然后选择一个适当的时机，将期货合约予以平仓，以对冲在手合约。通过期货交易和现货交易互相之间的联动和盈亏互补性冲抵市场价格变动所带来的风险，以达到锁定成本或利润的目的。

（2）商品种类相同的原则：只有商品种类相同，期货价格和现货价格之间才有可能形成密切的关系，才能在价格走势上保持大致相同的趋势，从而在两个市场上采取反向买卖的行动取得应有的效果。否则，套期保值交易不仅不能达到规避价格风险的目的，反而可能会增加价格波动的风险。在实践中，对于非期货商品，也可以选择价格走势互相影响且大致相同的相关

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商品的期货合约来做交叉套期保值。

(3)商品数量相等原则:商品数量相等原则是指在做套期保值交易时,在期货市场上所交易的商品数量必须与交易者将要在现货市场上交易的数量相等。只有保持两个市场上买卖商品的数量相等,才能使一个市场上的盈利额与另一个市场上的亏损额相等或接近,从而保证两个市场盈亏互补的有效性。在实践中,由于主观和客观的原因,也有商品数量不相等的情形。

(4)月份相同(或相近)原则:这是指在做套期保值交易时,所选用的期货合约的交割月份最好与交易者将来在现货市场上交易商品的时间相同或相近。因为两个市场出现的盈亏金额受两个市场上价格变动的影响,只有使两者所选定的时间相同或相近,随着期货合约交割期的到来,期货价格和现货价格才会趋于一致。才能使期货价格和现货价格之间的联系更加紧密,达到增强套期保值的效果。

四、套期保值理论

1. 套期保值的传统理论

20 世纪 70 年代后,美国商品期货交易委员会对套期保值做了现代的定义:套期保值,是指对实物市场进行交易的替代,而在合约市场交易远期交割的合约,并且在经济上适应于减少商业活动中的操作和管理的风险。成功的套期保值策略,常依赖于合适的保值率。套期保值率用以解决相对应于 1 单位的现货,要用多少单位的期货才能实现较好的套期保值效果。长期以来,套期保值行为一直作为稳定期货市场的力量而存在。套期保值者的本性决定其具有以下特点:规避价格风险,目的是利用期货现货盈亏相抵保值;投资规模大,头寸方向比较稳定,保留时间长。只有规模相当的套期保值者参与期货市场交易,才能集中大量供求,才能够促进公平竞争,并有助于形成具有相应物质基础的权威价格,发挥期货市场的价格发现功能。套期保值者交易行为的定向性和稳定性,通常有利于期货市场维持正常的交易秩序,但是错误信息导致的非理性保值则有可能引起期现市场的双重波动。因此在发展套期保值者的同时还要注意提高相关市场的信息的公开和透明。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 基差逐利理论

霍布鲁克．沃金——套期保值的结果不一定将风险全部转移出去，套期保值者为避免现货价格变动的大幅风险，选择了相对较小的基差风险。套期保值的核心不是消除风险，而是寻求基差方面的变化或预期基差变化来谋取利润，即通过发现期货市场和现货市场的价格未来变动来寻求获利机会。

3. 组合投资理论

交易者进行套期保值实际上是对现货市场和期货市场的资产进行组合投资，套期保值者根据组合投资的预期收益和预期收益的方差，确定现货市场和期货市场的交易头寸，以使收益风险最小化或者效用函数最大化。套保者在期货市场保值的比例是可以选择的，最佳套保的比例取决于套保的目的以及现货市场和期货市场的相关性，而在传统套期保值中，套保比例恒等于一。套保者的动机并不是单纯的风险最小化，也不是单纯的利益最大化，而是两者的统一。

在传统教科书中，所有的风险都要通过采取套期保值进行对冲，而且大部分套期保值的效果是完美的或接近完美的。但是，实际情况是，套期保值者在期货市场操作的主要目的是增加他们的利润，而不仅仅是为了降低风险。如果他们认为对自己的存货进行套期保值是采取行动的最佳方式，那么他们认为就应该照此执行。如果他们认为仅进行部分套期保值就足够了，他们就可能仅仅针对其中一部分风险采取套期保值行动。在某种情况下，如果他们对自己关于价格未来走势的判断充满信心，那么，他们就可以暴露全部风险，而不采取任何的套期保值行动。组合投资理论实际上认为套保者实际进行的是选择性套期保值。

选择性套期保值突破了传统的套期保值定义。选择性套期保值是对保值计划和现货头寸的谨慎选择，以便在最小的价格风险下最大限度地利用市场变化。因此，可以说，选择性套期保值，在一定程度上是一种投机性的方案。选择性套期保值方案是将整体性的采购和库存管理计划与原材料的各种价格水平结合在一起，使其等同于一组市场头寸。在这种套保方案中，现货头寸与期货头寸不均等，这种方案可能是唯一的既能解决企业所面临的问题，又能符合他们愿望的保值方案。企业在采购管理与存货管理中应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

采用选择性套期保值交易。

4. 流动性理论

相对于一些非正式的柜台交易市场或者说远期市场，一个有组织的期货市场将能够提供更好的流动性，因为期货市场有统一的交易规则、规范的交易合约以及有效的监管机制，期货合约是一种标准化的远期交易方式。合约中，交易的品种、规格、数量、期限、交割地点等都已经标准化，唯一可变的就是价格，而其它一些柜台或远期交易市场的交易只能是依赖于交易双方的需求与供给关系以及信用程度。这样，期货合约的流动性大大加强，而有效地规避了交易双方违约的信用风险。

5. 长期合约关系理论

当交易双方都是作为一个企业，一个需要在衍生品市场进行资产价格风险规避的套期保值者，通常这种合约将构成一个长期的合约关系。通过套期保值企业间建立的长期合约关系，使得企业节约了相当的交易成本。这些成本包括搜寻与自身产业相关的上下游企业，以及获取这些企业相关信息的成本。金融衍生市场成为提供企业间这种长期合约关系的一个重要场所。

第二节　企业套期保值的经验论述

一、套期保值的目标及效果评价

1. 套期保值的目标评价

对特定的个人或企业来说，按照风险是否被完全转移来划分，套期保值的效果评价依赖于基差（现货价格和期货价格之差）变化的方向和程度。就某项局部交易而言，出现如下几种结果：(1)完全性套期保值。现货市场上的损失（盈利）与期货市场的盈利（损失）完全相等。(2)过度补偿性套期保值。(3)不足补偿性套期保值。(4)恶化性套期保值。

上述讨论，有助于理解概念。由于大多数保值者不再单纯地进行简单

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

逐月、自动保值，被动地接受市场价格变化，只求降低风险，达到保值目的。而是主动积极地参与保值活动，以期获得较大利润。此外，保值者不一定都等到交割临近时才停止保值活动，而是可以选择适当时机停止或恢复保值交易。所以保值就不是单纯风险是否转移，而是在降低风险的同时，将现货和期货看成一个投资组合，能否整体从中渔利。企业实际可能按照期现整体组合是否出现盈利或亏损来评价套期保值的结果。现货盈亏＋期货盈亏＝总盈亏≥0 才是正确的套期保值效果评估标准。正确认识"总盈亏≥0"是企业参与套期的基础理念。

对于一般意义的企业来说，从以下角度讨论最优套保比率和套保效率：

由于风险度量方法和效用函数选择不尽一致，学者们提出了许多模型并进行了大量的实证研究。最优套期保值比率的计算模型主要有风险最小化套期保值、单位风险补偿最大化套期保值和效用最大化套期保值三种，其中基于最小风险的套期保值策略的应用最为广泛，

目前大部分对套期保值的研究普遍采用的是方差最小化套期保值策略。

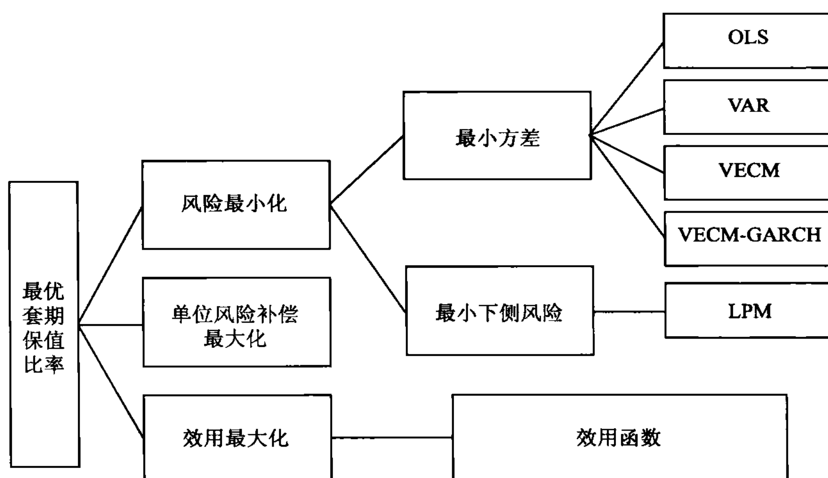


图 50 最优套保比率模型

基于方差最小化的套期保值比率模型主要有普通最小二乘法模型（OLS）、向量自回归（VAR）模型、向量误差修正模型（VECM）、自回归条件异

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方差模型（GARCH）。基于最小下侧风险的风险最小化套期保值主要通过LPM 模型求得。

2. 套期保值效率的评价

套期保值的效率是指套期保值减少现货价格风险的程度。Ederington（1979）给出了套期保值效率的衡量指标。套期保值有效性指标表示，与未参与套期保值时的收益方差相比，参与套期保值后收益方差的减少程度。套期保值效率 He 可以表示为：

$$H_e = \frac{Var(U_t) - Var(H_t)}{Var(U_t)}$$

当然，如果保值者能够将保值视为重要的融资工具和营销工具，进而发展成为一种商业模式，则是对套期保值目标和功能更加全面的认识，在此基础之上的评价体系就更为完善了。

二、套期保值的时机把握及优势

1. 套期保值的时机把握

套期保值的时机分为进场和出场时机，进场时机由于涉及对未来商品价格的走势的预测和判断，较为复杂，没有交易经验的机构应该聘请专业的投资顾问来把握。比如，如果认为今后一段时间铜价整体维持高位震荡，现货升水较大，而远期价格相对较低；那么，作为铜消费企业来说，可以考虑在远期合约进行买期保值。当然具体的合约选择和套保的数量还要结合期价的短期走势以及企业的消费量来综合加以考虑。

在实际操作保值交易时，是选择一个合约进行平仓还是持有直到合约期满，主要依据是基差是否对自己有利，因此值得将基差的改变做一个完整的记录。

一笔保值交易随时都可以解除，只要将期货头寸平仓即可，但其中是利润还是亏损取决于解除时机的把握。比如，当农产品的价格有上涨的趋势时，卖期保值等于限制了潜在利润的获取。此时只需解除套期保值交易，农产品价格的上涨产生的利润就能实际地得到。

另一个把握解除保值交易的机会为意外的价格波动，它有利于自己的波动方向，刚好可顺势解除保值交易。而这一时机的把握须靠敏锐的观察

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

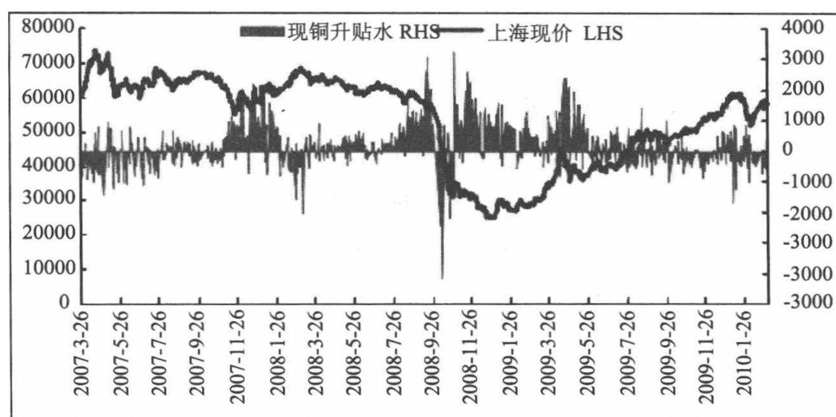


图 51　沪铜基差变化

数据来源：宏源期货研究中心

力和丰富的经验。若基差出现不利变化，套期保值没有朝向预定计划发展（比如由于该期货合约的过度投机等），这时可选择的方案是移动套期保值交易到下一个交割月份。此种方法就是通常所称的“移仓”或“换月交易”。

2. 套保的优势

如果运用得当，套期保值者至少有下列七大优势：

（1）买期保值可以在市场上预先锁定成本和价格，方便厂商生产计划的拟定，从而消除价格变动对其经营的影响。

（2）通过对产成品的卖期保值，规避价格下跌的风险，有助于保护利润、稳定收益。

（3）套期保值可给厂商在原材料的采购，产品的销售和定价的策略中提供灵活性。比竞争对手拥有更多的选择余地，是获得最佳价格的关键。

（4）在原料必须保证供应的情况下，套期保值能避免流动资金过多的占压，节约仓储费用，并加速资金的周转使用。

（5）对实际储存的产品来说，卖期保值可大大减少储存保管的费用，因为期货价格往往包含了这些费用。

（6）从有效的保值计划所得的利益能增加厂商的借款能力和信誉。银行对长时间经营稳定、合理运用资金并取得较好效益的厂商总是优先贷款。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(7)期货市场发现价格的功能还可为企业安排生产、组织销售提供决策的帮助。

从以上几点可以看出,参与相关商品的套期保值对企业获得较大的竞争优势非常有益。

附文1 套期保值的艺术

国际投资大师罗杰斯近期在大陆预言,中国期货市场必将成为未来5－8年全球发展最快的市场,理由为中国是全球最具潜力的商品消费市场。规避风险是期货市场两大基本经济功能之一,然而中国的期货市场诞生已经十余年了,有多少套期保值的成功案例?大多数企业经营者根本就不了解期货市场还有规避风险、控制成本、保护利润的重要功能。

虽然在国内期货市场上也有江西铜业、铜陵有色等企业的典型示范。国际市场上,也有中国联合石化进出口公司、中国国际航空公司等企业由于从事套期保值,降低了油价飞涨的负面影响。然而最近一次大豆和棉花价格的下跌使得大豆加工企业和棉花企业全行业损失惨重的事实再次表明:期货市场对套期保值交易普遍存在误解和偏见。

套期保值的目标是规避风险、锁定成本?还是为了赢利?企业套期保值是否从进场到出场都简单、机械地操作?出现不利局面怎么办?是否可以投机?

大多数教科书和无数的案例都在反复强调,套期保值者要一心一意保值,不以保值为名,行投机之实。笔者却认为,以保值的目的来计划,以投机的眼光来操作,才是做好套期保值的正确做法。

以保值的目的来计划

其关键是交易目的为保值,要达到这个目的,关键是坚持方向相反的原则。一家油脂厂计划在9月前购买30万吨大豆,以满足4季度的榨油需要。现在是6月份,该油脂厂预计原料价格在9月前会上涨。为了不受价格上涨可能造成的损失,该油脂厂决定在大连商品交易所购买大豆期货合约,进行买期保值。后来,在该油脂厂尚未购足4季度生产所需要的全部大豆原料之前,价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司期货领导小组在听取各方面意见后，决定从 18300 元起大量保值，总保值量约 3 至 5 万吨。进入 12 月初，国内铜价涨至 18300 元之后，该铜企业开始大量保值，每涨一个台阶，就抛出 3000 至 5000 吨。进入 2000 年元月下旬，随着价格的持续上涨，该公司按既定计划继续卖期保值，但此时持仓量已接近三万吨。有期货市场经验的人都知道，每一次大行情的后期，人们往往都缺乏理性，令保值对手饱受煎熬。当时该公司每天需追加保证金 1500 万元，由于公司在 19000 元以下的持仓量较多，虽然从下单的月份和数量都没有违背"以保值的目的计划"，但保值的价格和时机稍早了些，导致追加保证金的困境。至元月 25 日，该公司持仓占用保证金达 1 亿多元。公司财务部门告知代理的期货公司，如果次日价格再上涨，因无法追加保证金将不得不斩仓。幸运的是铜价见到 19450 元之后，开始掉头下跌。至 4 月中旬已跌至 17300 元，此时该公司分析后市仍可能上涨，及时将保值头寸全部平仓，获利 9600 万元。此例说明，期价走势研判的重要性，套保者不逊色于投机者。对于卖期保值来说，就是要捕捉价格的波峰，当投机者感到可以逐步做空的价位才开始卖出保值，这样既能做到较为理想的价位，又避免了大量追加保证金的风险；对于买期保值来说，在阶段性底部区域，与套保方向相同的适量投机买进也是可以考虑的，因为超过部分可以作为企业的原材料库存（其实也就是对远期的一种保值方式）。

套期保值效果的评价是否是短期的？这里也存在偏见。一般的企业容易将某一次套期保值交易与原来没有套期保值的运作模式对比，这容易导向一个错误的思路，即期货市场操作必须是次次赢利的。这岂不是与纯粹的投机混为一谈？究竟该不该保值，不能从一次操作中看是否赢利。应就期现市场整体而论、长期衡量，参与同不参与套期保值的效果进行比较。国内、外的正反两方面经验反复证明：就企业经营的稳定性来说，参与套期保值肯定要比不参与好。这一点企业务必认识清楚。

套期保值是否一定要交割？而且品种要与企业的产品精确一致？这也容易误解。英文将"套期保值"叫做"hedging"，是"对冲"的意思。其实在大多数的情况下（尤其是较为规范的市场上），套期保值者无须交割（除了少数极端的情形）。你若期货持仓出现浮亏，即便是办理了交割，最终应该还是赔钱。当然企业在具体操作时，应从经济效益的角度来权衡是进行交割抑

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或平仓。以卖期保值为例，当临近交割时，如果期货价格低于现货价格时，卖期保值者会倾向于平仓；当期货价格高于现货价格时，卖期保值者会倾向于交割，究竟如何要根据费用测算。关于交叉套期保值，拿180JHJ和280JHJ燃料油的差别来说，虽然这两类油品在品质要求、炼制工艺、市场化程度等方面有较大的差别，燃烧加热过程中对加热系统的要求也不同，价格相差又较大，因而使用上基本无法替代。但由于两者的上游产品都是原油，两者价格相互影响、相互制约，必然存在很大的相关性……

套保就是期现套利吗？在国内期货市场初期，由于期货市场交易不规范、过度投机，到期的商品期货价格往往与该商品在现货市场的价格相差很大，许多现货商利用两个市场之间的价差，进行套利交割，获利颇丰。期现套利，有利于平抑期货市场的过度投机，使临近交割期的期货价格与现货价格保持一致。但是有些人把期现套利交易当作是套期保值交易，这是对套期保值的误解。当期货合约临近到期日时，现货价格与期货价格趋向于一致，套期保值交易者通常是通过平仓交易了结期货头寸，以达到回避价格风险的目标。期现套利则完全相反，它是利用期货与现货价格的差异，通常通过实物交割，来获取投机性利润的。

期货市场不欢迎套期保值？这是一种偏见。从优势上来看，一般地说，产业投资者对于品种的特点以及现货市场可能比期货公司更了解；而期货公司对于信息的收集、加工和期货市场的操作将优于相关企业。优势互补、取长补短。利用期货市场进行套期保值的企业，一部分尝到了甜头，已离不开这个市场，干脆自己买席位进场交易；一部分则是谈“期”色变。究其原因，这里凸现了制度的缺陷。由于套保者并不像投机者那样频繁地进行炒作，而且一旦办理交割，相关服务相对繁琐和复杂，特别值得一提的是期货公司在提供这些增值服务后，由于业务同质化带来的恶性竞争，也没有收取额外的费用。所以部分期货公司对套保客户往往是表面欢喜，内心烦忧。而大型期货经营机构正是从客户的实际需要出发，提供与期货相关的全方位增值服务。

（2004－8－11《期货日报》以《套期保值的误解与偏见》发表此文，影响颇大。然而相关企业通过套期保值规避风险，仍时常受到一些不明真相者的质疑。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附文 2 套期保值套走了进取心？

套期保值是企业管理原材料和产成品价格风险的一种手段，它的核心内容是指企业在生产经营时，通过套期保值业务来锁定成本或生产利润，使之不受原材料和产成品价格变动的影响，在商品或金融产品价格大幅波动时也能够正常运营，获得主业应该获得的利润，而不是靠正常生产经营所取得的利润之外的运气来发财。

周洛华，上海大学金融学教授，《套期保值套走了进取心和创造力》一文引起网友热议，批评指责之声不绝于耳。叶檀，《每日经济新闻》评论员，《实体企业从事套保是在毁灭自己》，又在标新立异。

“根据有关的报道所涉及的内容可以推测，上述那家公司所签的合约并不是一份针对澳元的套期保值产品，而是赌澳元波动率在一定区间浮动这一事件发生的概率的合约。从金融学角度来看，这份合约的实质内容和澳元汇率毫无关系。这就类似于我打赌某个女人的名字叫维多利亚（Victoria），和我赌这个女人穿的内衣品牌是维多利亚（Victoria's Secret）是完全不同的两个赌局。”

“在 2004 年的时候，我曾经作为某家电厂的财务顾问，帮他们审过一份由国外某著名投资银行提供的外债利率套期保值合约。那应该是我见过的最天衣无缝的包装，其核心是让中国的电厂出售利率看涨期权，却被包装成为利率套期保值合约，其包装的难度就如同年过七旬的张大妈出门时打扮成青春剧中的帅哥一样令人震惊。我曾经在很长一段时间为自己看破这份合约，最终为企业挽回上千万美元的损失而感到自豪，觉得多年的寒窗苦读没有白费。”

窃以为，这是说的一些国外的投资银行如何假套期保值之名，蒙骗国内不明真相的企业的事，不能由此得出套期保值相关的结论。

“一个投资人如果购买一份套期保值的合约来防范风险，其结果是这份合约肯定会吞噬其投资收益。而对于那些生产企业来说，套期保值不仅会吞噬本应由股东享受的利润，还会给管理层一个负面的激励。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常清，中国期货业协会原副会长，中国农业大学教授，他说："从理论内涵和具体实践看，怎么也想不出套期保值业务为什么能够吞噬本应股东享受的利润？只有一种可能，那就是套期保值业务不是在锁定生产经营利润或加工利润，而是每一笔都锁定亏损。我这十几年来带出了几十名研究生，他们分散在全国各地的生产商、贸易商那里进行套期保值业务。我做了电话调查，还没有人傻到这个份上，天天运用套期保值业务为其公司锁定亏损。期货业内的许多人士都纷纷给我打电话，说看不懂周先生的文章，认为周文的结论似乎和实践不相符。"

这时候，我想起来广西罗城黎总的看法："套期保值影响企业的超常规发展"，又想起来我们宏源证券宋鸿兵先生的看法："套期保值相当于企业买保险，增加了企业的费用，对政府来说相当于加税。"

虽然，我不认同黎总和宋先生的看法，但是从一个对期货市场缺乏全面了解的人的单一角度来看，有其合理的一面。比如，在最近的一波铜的大跌势中，如果过早进行买入保值，肯定会影响企业的成本。从这种意义上说，也就影响了企业的发展。但是相反，一些铜冶炼企业如果不做卖出套期保值的话，日子现在是不是很难过呢？宋先生的看法，如果割裂开来看，似乎也在否定套期保值的作用，但是人家并没有说买保险增加费用，就不买，更没有说买保险就等于没有用。

周先生接着说："具体来看，一个企业采购的原材料可能有价格涨跌，如果进行套期保值锁定原材料价格和数量的话，那我们就会发现，企业对于挖掘潜力进行重大技术改造的动机下降。"

常教授说："这一结论同样十分令人费解，企业的套期保值业务属于风险管理的内容，并不是说企业有了风险管理就不需要挖掘潜力、技术改造，这两者不是有你无我的关系，我想这个道理应该是不言自明的。"

周先生接着说了一段很重要的话："从历史的数据来看，无论在中国还是美国，从事套期保值的上市公司，其最终结果往往是痛苦的损失。只有抛开了套期保值，才能锻炼队伍，才能激励和约束管理层，才能培养出更好的竞争力。鼓励自主创新，用科学技术提升新的生产力，而不是用复杂的金融合约维持现有的生产水平，这才是符合科学发展观的发展方向。"

常教授反驳说："不知周先生的数据是从何而来，结论是不是从深南电

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和中信泰富的案例得来的。我所了解的中国和美国的上市公司，尤其是美国的世界五百强的上市公司都是日常进行套期保值业务的，中国的上市公司中不少也在进行套期保值业务，他们的业绩优于同行业的其他公司，为什么说最终结果是痛苦的损失呢？深南电和中信泰富案例的详情，我知道得很少，但是我敢断定他们做的绝不是套期保值。”

这里，再提供一组数据：从上市公司2008年年报看出，铜陵有色流动资产由2007年底的113万元增至2008年年底的3.69亿元，其解释为“期末电解铜套保浮动盈利较大”；同样西部矿业期货保值实现净收益近5亿元，紫金矿业获得平仓收益1.27亿元，云铝股份期末期货浮盈3415万元，商品期货实现投资收益6545万元，株冶集团期末商品期货浮盈2188万元，实现投资收益3436万元……这些数据，说明有色金属行业的多数公司利用期货市场进行套期保值的行为，均不同程度规避了价格下跌的风险。

周先生又说：“与此相反，那些不从事套期保值的公司，虽然看似危险，其实波动的上下游价格反而能够促进公司提升管理，节约原材料，改进技术，这才是我们购买该公司股票的根本动机。一个公司一旦全面执行套期保值之后，就没有了正误差项（业绩惊喜），只剩下了负误差项（意外损失），这样我们就只能做空这只股票了。”

这段文字有些荒谬！应该说，一个公司一旦全面执行套期保值之后，既没有了正误差项（业绩惊喜），也没有了负误差项（意外损失）。但却倒出周先生文章的本意：做套保的上市公司，由于投资者不知其套保的机密，而对于该公司的价值判断增加难度，然而这是另外的一个问题，不能因此而否定套期保值。

周先生最后说：“我们这一代人受教育的时候，深受前苏联文学作品的影响。我至今印象甚深的一篇契诃夫的短篇小说《套中人》，我相信那些试图把公司业务装在套期保值这个套子里面的管理者，最终会与那篇小说的主人公别里科夫遭受同样的命运。因为装在套期保值这个套子里面的公司，一定会如同别里科夫一样被磨灭了所有的进取心和创造力。”

想象力不错，可惜结论不能靠联想，而是靠逻辑推理的。将不相干的事牵扯在一起，可能什么也得不到。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

知名财经评论人，叶檀女士说："再以东航和国航为例，为了锁定燃料油价格风险，在石油价格高达每桶140美元的时候，买入了行权价格为140美元的石油看涨期权（俗称C140），允许他们在油价上涨超过140美元时，仍然以140美元的价格购买石油。为了支付购买C140的费用，他们卖出了若干个允许其他投资人在油价跌破60美元时，仍然以每桶60美元的价格向他们抛售石油的权利（简称P60）。在签约的当时，看上去是一笔理性的投资，油价正在向每桶200美元的高位攀升，绝对不可能跌到60美元以下。并且，按照上一年度的航空市场占有量，两家公司制订了套保的数额，以锁定公司下一个年度的用油成本。看似非常理智的套保策略，在2008年遭遇重大打击，油价在2008年下半年大幅下跌，最低到达每桶34美元。油价一跌，预示着经济紧缩期到来，航空市场骤然萎缩，原有的用油量远超过两公司的实际用油量。导致两公司不得不承担双倍的损失，高峰时期损失均超过80亿人民币。"

谢谢叶女士提供如此详细的资料，如果准确的话，航空公司应该是亏了。航空公司的操作有待改进。比如是否要参与场外交易？是否要保那么大的量？但是相对于140美元一桶的价格，你若真的将未来一年的现货用量都买回来，岂不是亏得更多？

（作者博客，2009年1月16日，2009年4月26日。我历来认为，如果将期货头寸割裂开来看，做好套期保值并不比投机容易。单纯的个案和某一时段的期货头寸盈亏，不能说明任何问题。）

附文3　股指期货套期保值策略

通过股指期货进行套期保值，从而减少现货资产面临的系统性风险，是20世纪80年代初股指期货在美国堪萨斯期货交易所（KCBT）推出的最初动机，也是股指期货最主要的市场功能。股指期货可以为机构投资者提供更灵活的管理资产组合的途径，为其规避现货组合的系统性风险提供了新的金融工具。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

FUTURES IS FUTURE

期 货 投 资

是最高难度的事业，

是对投资者知识、智慧、胆识的考验，

是对投资者急躁、恐惧、贪婪等人性弱点的挑战！

上架建议 经济学／证券投资

ISBN 978-7-5136-0362-1



定价：40.00元